

Doutrina & Atualidades

BENEFÍCIOS PARTICULARES DO CONTROLE NO BRASIL: O QUE MUDOU NOS ÚLTIMOS DEZ ANOS?

TOMÁS SOUZA QUEIRÓS DE ALVARENGA

Introdução – 1. A evolução normativa em torno dos BPCs. 2. Estudo empírico: determinando a atual magnitude dos BPCs no Brasil: 2.1 O estudo de Dyck e Zingales – 2.2 Metodologia – 2.3 Descobertas. 3. Conclusão.

Resumo: Existem benefícios particulares atrelados ao poder de controle. Nesse sentido, Dyck e Zingales [2004] realizaram um estudo empírico no qual averiguaram, com base em dados da década de 1990, que o Brasil era o País em que esses benefícios apresentavam maior valor. O direito societário e a autorregulação do mercado de capitais estão dentre os principais mecanismos para combater esse cenário e garantir a proteção dos investidores. Diante disso, o presente trabalho procura analisar a efetividade das mudanças institucionais no Brasil na última década, mediante um estudo empírico destinado a estimar o nível de benefícios particulares do controle. Os resultados alcançados demonstram que, por mais que o cenário brasileiro tenha se desenvolvido e alcançado patamares superiores de proteção aos acionistas minoritários, ainda existe uma grande barreira a ser superada com relação à qualidade da regulação.

Palavras-chave: Acionistas minoritários; Benefícios particulares do controle; Controladores; Direito societário; Mercado de capitais; Poder de controle; Proteção dos investidores.

PRIVATE BENEFITS OF CONTROL IN BRAZIL: WHAT HAS CHANGED IN THE PAST TEN YEARS?

Abstract: There are private benefits linked to corporate control. In order to measure them,

Dyck and Zingales [2004] conducted an empirical study in which they found, based on data from the 1990s, that Brazil was the country where these benefits had the highest value. Corporate law and self-regulation of the capital market are among the main mechanisms to face this scenario and ensure investor protection. Thus, this paper analyzes the effectiveness of the institutional changes in Brazil in the last decade, through an empirical study aimed at estimating the level of private benefits of control. The results indicate that, even though the regulation of the capital market has developed and minority shareholders are better protected, there is still the need to overcome a barrier regarding the quality of the regulation.

Keywords: Capital market; Corporate law; Holding company; Minority shareholders; Power of control; Private benefits of control; Protection of investors.

Introdução

O desenvolvimento econômico depende da capacidade de financiamento das empresas privadas, o que, por sua vez, depende da proteção aos seus investidores. Essa necessidade por capital pode ser suprida de diversos modos, dentre eles pelo mercado de capitais, que funciona como um dos principais meios

de intermediação entre quem tem dinheiro e quem precisa dele. Esse mercado exerce importante função em economias capitalistas globalizadas, pois oferece uma forma de financiamento que permite às empresas obterem recursos sem necessariamente precisarem se submeter, por exemplo, aos altos juros dos financiamentos bancários.

Em contrapartida ao aporte de capital, no mercado de capitais, o investidor recebe determinada participação acionária. Desse modo, diversos atores passam a integrar o quadro societário dessas empresas, cada qual com uma participação correspondente ao capital investido na sociedade. Devido a uma diferença na quantidade e no tipo de ações que cada um detém, cada investidor possui uma posição específica no quadro da companhia. Nessa dinâmica, apenas um determinado grupo, aquele que detém o poder de controle da sociedade, poderá determinar qual será a trajetória adotada pela empresa e a distribuição efetiva do retorno financeiro. Desse cenário resulta uma das questões mais problemáticas do mercado de capitais: os acionistas minoritários possuem pouco poder dentro da sociedade para defender seus interesses e direitos frente ao acionista controlador. Portanto, para mitigar a insegurança dos acionistas minoritários e permitir o desenvolvimento do mercado de capitais, os Países precisam desenvolver mecanismos de proteção aos investidores, para que estes se sintam seguros para aportar recursos na companhia.

Um dos principais mecanismos de proteção do acionista minoritário é o direito societário. Há uma série de normas legais com o objetivo de garantir que determinados direitos de todos os investidores sejam respeitados e que os benefícios sejam distribuídos de forma proporcional à participação.

Mesmo buscando garantir direitos iguais a todos os acionistas, existem diversas vantagens ao poder de controle que extrapolam a mera vaidade pessoal do controlador. Deter o controle acionário de uma empresa

é algo atrativo, não só por permitir controlar seu rumo, mas porque viabiliza, em alguns casos, que o controlador se aproprie de algum valor criado pela companhia, sem ter que dividi-lo com os outros acionistas. Esse sobrevalor representa o benefício particular do controle/BPC.¹ Segundo Wald, Moraes e Waisberg [2009:38], não existe

“um parâmetro determinado para se aferir o valor desse *plus* em todas as sociedades, variando de acordo com diversos fatores, estruturais e conjunturais, que interferem no valor que o controle assume para os distintos adquirentes”.

Esse cenário fica particularmente interessante ao se verificar, segundo pesquisa realizada por Dyck e Zingales [2004], que esse controle vale mais nos locais onde existe menor proteção aos investidores ou padrões inferiores de governança corporativa. Assim, chamam a atenção os dados da realidade brasileira do final do século passado.

“Based on 393 control transactions between 1990 and 2000 we find that on average corporate control is worth 14 percent of the equity value of a firm, ranging from -4 percent to a +65 percent in Brazil” [Dyck e Zingales, 2004:538].

Note-se, da amostragem analisada por Dyck e Zingales [2004], que o Brasil é o País em que existem maiores benefícios particulares associados ao poder de controle. Esse dado foi reproduzido em diversos estudos brasileiros, e até hoje é um paradigma quando se discute os BPCs no Brasil e no mundo. Todavia, o referido estudo analisou operações que ocorreram entre 1990 e 2000. Desde então foram realizadas diversas alterações na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais, de modo a ampliar a proteção dos investidores.

Para exemplificar essa mudança de cenário, podem ser destacadas algumas

1. A expressão “benefícios particulares do controle” é a tradução de *private benefits of control*. Nesse sentido, pode-se também encontrar a tradução “benefícios privados do controle”.

alterações normativas. Houve a criação, no ano de 2000, de segmentos, como o Novo Mercado, que funcionariam em paralelo ao mercado de negociação e à regulação já existentes, mas que exigiam níveis superiores de governança corporativa em comparação àqueles exigidos por lei, e, assim, garantiriam maior proteção aos acionistas minoritários, não permitindo, por exemplo, a negociação de ações preferenciais, uma vez que elas tradicionalmente não possuem o direito de voto. Em 2001 foi editada a Lei 10.303,² que alterou a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A), Lei 6.404/1976. Dentre as mudanças pode-se frisar a redução na proporção de ações preferenciais, uma vez que para as novas companhias as ações sem direito a voto poderiam representar apenas 50% do capital total, e não mais 2/3. Além disso, essa alteração legislativa incluiu a oferta pública de aquisição de ações nos casos de aquisição do poder de controle, exigindo o pagamento pelo novo adquirente de 80% do valor pago às ações integrantes do bloco de controle. Depois disso, em 2002 foi editada a Instrução CVM-358, que exige da companhia maior divulgação de informações. Em 2007 foi editada a Lei 11.638/2007,³ que alterou a Lei das Sociedades por Ações para impor às companhias a utilização de princípios internacionais de Contabilidade na elaboração e na divulgação de demonstrações financeiras. Pode-se também destacar a Instrução CVM-480/2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação com padrões mais rígidos do que os presentes no Novo Mercado.

Desse modo, pode-se notar a relevância de um estudo atual como forma de se aferir

2. Brasil, *Lei n. 10.303, de 31 de Outubro de 2001*, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm (acesso em 2.12.2015).

3. Brasil, *Lei n. 11.638, de 28 de Dezembro de 2007*, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm (acesso em 15.11.2015).

a efetividade da regulação brasileira atual quanto à proteção dos acionistas minoritários. Feita essa análise, devem ser interpretados os dados, a fim de entender quais fatores explicam os resultados encontrados.

Com o intuito de atualizar o estudo de Dyck e Zingales [2004], o presente trabalho tem como objetivo identificar os BPCs em companhias abertas brasileiras nos últimos 10 anos.

A hipótese do trabalho é de que as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais contribuíram para uma maior proteção dos investidores. Com essa alteração pressupõe-se que diminuíram os BPCs. Para sustentar essa posição foi realizado um estudo empírico para se obter uma aproximação dos BPCs de companhias abertas entre os anos de 2005 e 2014. Além disso, serão analisados os argumentos aduzidos por Dyck e Zingales [2004], Gilson, Hansmann e Pargendler [2011], La Porta *et. al.* [1998 e 2000], Comparato [1983] entre outros, de modo a identificar a transição histórica que traduz essa mudança de cenário.

O trabalho, em primeiro lugar, irá analisar a transição pela qual passou o Brasil no que diz respeito às normas que interferiram nos BPCs. Assim, serão traçadas as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais que foram responsáveis por criar um cenário de maior proteção aos investidores. Em segundo lugar, será apresentado o estudo empírico realizado para estimar os BPCs no Brasil nos últimos 10 anos. Por fim, na “Conclusão”, dar-se-á a retomada dos argumentos que apontam que houve um desenvolvimento nas normas de proteção aos acionistas minoritários, mas que mesmo com esse patamar superior de proteção ainda existem expressivos BPCs, o que indica que ainda há um grande obstáculo a ser superado no que tange à qualidade da regulação e ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

1. A evolução normativa em torno dos BPCs

Os controladores das companhias brasileiras valiam-se de sistema que protegia pouco os acionistas minoritários para conseguirem auferir benefícios associados ao seu poder de controle. Nesse sentido, a estimativa dos BPCs permite, de forma aproximada, medir a eficiência da proteção aos investidores. Dada a relevância dessa relação entre proteção dos acionistas minoritários e BPC, Dyck e são pouco protegidos. Zingales [2004] são muito citados como forma de demonstrar que os acionistas minoritários

Para entender, desse modo, a mudança nos valores dos BPC de um período para o outro é imprescindível identificar quais as transformações no cenário brasileiro que ocorreram nesse mesmo espaço de tempo. Assim, faz-se necessária uma breve retomada histórica.

Segundo estudo do MB Associados [2000:5], no início de sua existência, aproximadamente até a metade do século XX, o mercado de capitais no Brasil era pouco desenvolvido.⁴ Além disso, por possuir uma economia predominantemente fechada, na maior parte dos casos não eram essenciais volumosos investimentos para suprir as necessidades das empresas.

Por conta da falta de desenvolvimento do mercado de capitais e da estrutura macroeconômica do País, esse setor da economia não representava uma alternativa efetiva de financiamento para as companhias. As firmas acabavam contando apenas com a retenção dos seus lucros ou empréstimos de bancos, e nos casos em que era necessário aporte de maior monte o Governo poderia financiar o projeto. Logo, as empresas privadas que necessitavam de financiamento para seu de-

4. Sobre o tema, Rajan e Zingales [2003] fazem um estudo no qual concluem que os Países, inclusive o Brasil, eram mais desenvolvidos financeiramente em 1913 do que em 1980, passando a marca de 1913 apenas ao redor dos anos 2003.

envolvimento acabavam possuindo poucas opções, sendo vítimas, muitas vezes, das altas taxas de juros dos empréstimos bancários, o que limitava a capacidade de crescimento empresarial.

A partir da metade do século XX, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:483-484], foi identificada na falta de proteção adequada dos investidores minoritários uma das barreiras ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.⁵ O Governo Militar, então, decidiu oferecer incentivos fiscais para companhias negociadas na Bolsa de Valores e seus investidores, mas não trouxe, concomitantemente, uma melhoria nos direitos dos acionistas. A expectativa dos que propuseram essa mudança era de que o desenvolvimento dos direitos dos acionistas não precisaria vir antes do desenvolvimento do mercado de capitais, mas poderia suceder essa transformação.

Essa esperança foi, todavia, frustrada. A expansão do mercado de capitais pelos incentivos tributários não auxiliou a criação de leis de proteção aos acionistas. Muito pelo contrário, ela acabou por formar barreiras à transformação. Isso porque, com os incentivos de mercado, os controladores das companhias eram contrários a qualquer reforma que ampliasse a proteção dos acionistas minoritários, uma vez que isso significaria o compartilhamento ou a perda do poder que exerciam. Assim, formou-se um desenho acionário nas companhias, nas quais os investidores acabavam adquirindo, em sua maioria, ações preferenciais, que, em regra, não possuem direito a voto, e apenas uma parcela pequena de ações ordinárias.⁶

5. Nesse sentido, La Porta *et al.* [1998:35] demonstram que a maior proteção jurídica dos investidores está diretamente associada a um mercado de capitais mais bem desenvolvido.

6. Essa forma de organização da sociedade está diretamente ligada à estrutura das companhias no Brasil. Segundo Gorga [2013:24], as companhias abertas são tradicionalmente familiares. Nesse sentido, o acionista controlador, o grupo familiar, evita

Nesse sentido, segundo Gorga [2013:25], os incentivos fiscais acabaram corroborando para um modelo no qual foram distribuídas ações preferenciais não votantes em larga escala, o que posicionou o Brasil como o País em que mais havia companhias com essa estrutura acionária.

Por mais que o desenvolvimento do mercado de capitais continuasse na agenda do Governo, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:484], as reformas que ocorreram foram ineficientes. A própria Lei das Sociedades por Ações, que foi editada, dentre outros motivos, para fortalecer o mercado de capitais, pela definição de normas claras para os acionistas minoritários, possuiu uma modesta contribuição na proteção dessa classe de acionistas. A título de ilustração, a Lei das Sociedades por Ações, no mesmo sentido da expectativa dos controladores, aumentou o limite previsto de emissão de ações preferencias sem direito de voto da legislação anterior⁷ de metade para 2/3 do capital.⁸ Desse modo, o acionista controlador poderia captar investimentos sem que isso acarretasse mudanças no controle da companhia.

Segundo Modesto Carvalhosa [1977: 129-130], o entendimento era o de que a equidade entre os acionistas deveria ser tratada de forma prioritária no Anteprojeto da Lei 6.404/1976. Sua avaliação estava pautada, principalmente, na justificação da reforma da Lei das Sociedades por Ações (Exposição de Motivos CDE-14, de 25.6.1974) e no II PND. Contudo, essa proposta inicial não foi só esquecida, como também contrariada. Alguns exemplos são: o aumento do número de

emitir ações ordinárias em oferta pública, pois ele aceita agregar valor à companhia desde que isso não implique perda de seu poder de controle.

7. O Decreto-lei 2.627/1940 estabelecia um limite de emissão de 50% de ações preferenciais sem direito de voto.

8. Em 2001 foi editada a Lei 10.303, que alterou a Lei das Sociedades por Ações, reduzindo o limite, novamente, para 50%.

ações preferencias que poderiam ser emitidas e a restrição do escopo do *tag along*.⁹

Essa mudança na regra de *tag along* acabou expondo falhas na proteção do acionista minoritário. Segundo Santana, Ararat, Alexandru e Yurtoglu [2008:9-10], para facilitar a privatização das empresas, a Lei das Sociedades por Ações, alterada pela Lei 9.457/1997, que revogou o art. 254 da Lei das S/A,¹⁰ criava uma situação na qual os acionistas minoritários não tinham oportunidade de sair da companhia, pois não eram protegidos por uma compulsória oferta pública de aquisição de suas ações. Desse modo, os prêmios pagos pelo controle da companhia eram extremamente elevados, enquanto ao restante dos acionistas restava vender suas ações por preços baixos no mercado.¹¹ Em mais um episódio, o Governo atuou para reduzir o direito dos acionistas minoritários.

9. *Tag along*, de modo geral, é um mecanismo, previsto no art. 254-A da Lei 6.404/1976, de proteção aos acionistas minoritários, pois dá a eles a garantia de que poderão vender suas ações ao comprador do controle junto com o vendedor.

10. O art. 254 da Lei das S/A, que foi revogado pela Lei 9.457/1997, previa o direito do acionista minoritário de vender suas ações pelo mesmo preço pago às ações do controlador:

“Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. [Revogado pela Lei 9.457/1997]

“§ 1º. A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações” [revogado pela Lei 9.457/1997] (Brasil, Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm, acesso em 20.9.2015).

11. Nesse sentido, Gorga [2013:27] explica que: “O Governo optou por leiloar blocos de ações do controle, o que possibilitou que recebesse preços superiores pela venda do controle (e, logicamente, os benefícios privados do controle) na tentativa de levantar o máximo de recursos para a redução da dívida pública, ao invés de realizar ofertas públicas, vendendo o controle das ações no mercado”.

O cenário para o mercado de capitais, na virada para o século XXI, não era otimista, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:485]. Entre os anos de 1995 e 2000 apenas oito companhias realizaram sua oferta pública inicial de ações (*IPO*) na Bolsa de Valores.¹² Justamente neste contexto que foi realizado o estudo de Dyck e Zingales [2004].

Depois do estudo do MB Associados [2000] identificou-se a inércia tanto da Bolsa de Valores como dos legisladores como ameaças para a sobrevivência do mercado de capitais brasileiro. Para reverter esse quadro, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler [2011:486], foi desenhado pelo setor privado um sistema regulatório no qual se resolvia a questão da proteção dos investidores, contornando as barreiras de uma reforma legal e criando uma competição dentro do mercado de capitais. Assim, em 2000 foram lançados o Novo Mercado, o Nível 1 e o Nível 2. Cada um desses segmentos especiais, de participação voluntária, possui regras mais rígidas de governança corporativa e maior proteção dos acionistas minoritários. Assim, as companhias que desejam migrar para qualquer um desses segmentos devem se adequar à sua autorregulação. A essa estratégia foi dado o nome, por Gilson, Hansmann e Pargendler [2011], de “dualismo regulatório”.

Essa tentativa de atrair mais companhias para o mercado de capitais e resgatar a confiança dos investidores foi apontada como importante por Ribeiro Neto [2002], na busca por impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, o número de companhias listadas nos mercados especiais e seus volumes de negociações indicam a importância do Novo Mercado, do Nível 1 e do Nível 2, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

12. *Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial. Ela representa o momento no qual a companhia vende ao público em geral suas ações pela primeira vez.

“Ao final de junho de 2006, já existiam 31 companhias listadas no Novo Mercado, 13 no Nível 2 e 34 no Nível 1, representando 52,99% da capitalização de mercado e 53,85% do volume negociado na BOVESPA” [Santana, 2008:17].

2. *Estudo empírico: determinando a atual magnitude dos BPCs no Brasil*

Fábio Konder Comparato, em sua obra clássica *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* [1983], já apontava para a existência de um sobrevalor atrelado ao poder de controle. Essa ideia ainda era nova no mundo jurídico, uma vez que, segundo o autor, o próprio conceito de poder de controle era trabalhado com “resistência e incompreensão” [Comparato, 1981:209]. Mesmo percebendo esse valor ligado ao poder de controle, o jurista não conseguiu quantificá-lo.

“Como escrevi alhures, ‘é fato de observação corriqueira que o preço unitário da venda de 51% das ações votantes de uma companhia é sempre superior ao da cessão de 49% dessas ações. Neste, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil; em suma, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. Na primeira hipótese, ao contrário, o valor de Bolsa das ações nem chega a ser considerado no negócio. A fixação do preço é feita em função do valor real do patrimônio da sociedade emitente, do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; ou seja, avalia-se a empresa com um *going concern*, como dizem os norte-americanos, e não, simplesmente, o valor de liquidação do patrimônio social” [Comparato, 1981:211].

Além disso, Comparato também identifica que os benefícios particulares associados ao poder de controle não são distribuídos equitativamente entre os acionistas, mas são detidos exclusivamente pelo controlador.

Desse modo, os acionistas minoritários encontram-se em posição desfavorecida.

“Aliás, na discussão a respeito da ‘igualdade de oportunidades’ de todos os acionistas por ocasião da alienação de controle de companhias, ninguém contesta que o poder de controle – e, por conseguinte, o bloco acionário de controle – tenha um valor próprio no mercado. O que se pretende, apenas – com boa dose de irrealismo –, é que esse sobrevalor de comando seja partilhado entre todos os acionistas, ainda que meros especuladores bolsísticos ou capitalistas rendeiros” [Comparato, 1981:212].

Note-se que as discussões sobre os BPCs permeiam o ordenamento jurídico desde o século passado. Esse é um tema juridicamente relevante, tendo em vista a necessidade de compreensão da efetividade dos mecanismos criados pelos juristas para proteção dos investidores. Nesse sentido, foi publicado um trabalho por Dyck e Zingales no qual houve um avanço no estudo dos BPCs, pois eles conseguiram analisar empiricamente esses valores. Nesse estudo, além de ter sido estimado um valor para os BPCs, foi também constatado que os benefícios associados ao poder de controle eram maiores em locais com menor proteção dos investidores. Contudo, o trabalho tinha como objeto um Brasil com pouca proteção aos investidores, sendo que esse cenário, como já descrito, foi alterado significativamente depois dos anos 2000.

2.1 O estudo de Dyck e Zingales

Alexandre Dyck e Luigi Zingales em 2004 publicaram o trabalho “Private benefits of control: an international comparison”. Em seu estudo eles realizaram uma pesquisa empírica na qual estimaram os benefícios particulares do controle em 39 Países utilizando a venda de 393 blocos de controle, e identificaram valores que variaram de -4% até 65%.

Dyck e Zingales encontraram resultados compatíveis com as previsões teóricas. Eles esperavam que maiores BPCs estariam associados aos mercados de capitais menos desenvolvidos, às estruturas de propriedade acionária mais concentradas no controlador e a mais negociações privadas.¹³ Segundo os autores do trabalho, depois de realizada a pesquisa empírica esses fatores foram comprovados.

Ainda foram analisados quais institutos estariam mais relacionados às mudanças de BPC. Os autores concluíram que existiam tanto mecanismos legais como extralegais,¹⁴ dos quais eles destacam a pressão da mídia e o *enforcement* fiscal.

De todas as informações analisadas, será dada, para fins deste trabalho, maior atenção à pesquisa empírica realizada por Dyck e Zingales. Mesmo com as dificuldades em quantificar os BPCs, os autores conseguiram, adaptando o método de Barclay e Holderness [1989], inferir resultados aproximados dos respectivos valores.

A pesquisa de Dyck e Zingales é relevante para a realidade brasileira, dentre muitos motivos, pois o maior valor registrado de BPC foi no Brasil, sendo reproduzido em muitos estudos para corroborar o diagnóstico quanto às deficiências do sistema jurídico brasileiro em relação à proteção dos acionistas minoritários, e até hoje é um paradigma quando se discutem os BPCs no Brasil e no mundo. Contudo, a pesquisa utilizou dados

13. O Estado, ao privatizar as companhias, pode optar por negociações privadas ou vender ao público através do mercado de capitais. Nesse sentido, em locais com maiores BPCs o Estado opta pelas negociações privadas, de modo que a venda do controle da companhia é negociada diretamente com o interessado em adquirir o poder de controle. Desse modo, o Estado maximiza seus ganhos em comparação à possibilidade de vender o controle da companhia estatal em oferta ao mercado.

14. Outros mecanismos extralegais mencionados pelos autores são: competição, pressões trabalhistas, normas morais e pressões da opinião pública.

de companhias entre os anos de 1990 e 2000, e desde então, como relatado, tanto alterações na legislação societária como na autorregulação do mercado de capitais ampliaram a proteção dos investidores.

Em meio a essas mudanças, há de se notar a relevância de um novo estudo para mapear empiricamente a realidade brasileira no que se refere aos BPCs pós 2005. Feitas essa análise e a interpretação dos dados, será possível compreender quais fatores da realidade brasileira conseguem explicar os resultados alcançados.

2.2 Metodologia

Para avaliar o impacto dessas mudanças no direito dos investidores, foi realizado um estudo empírico com o intuito de analisar as aquisições de poder de controle de empresas entre os anos de 2005 e 2014. A pesquisa poderia tanto recorrer à metodologia utilizada por Nenova [2000] como por Dyck e Zingales [2004].

O método adotado por Nenova não foi utilizado no presente trabalho. Ele é baseado no preço das diferentes classes de ações. Esse modelo possui como ponto positivo a possibilidade de englobar um número maior de companhias em Países, como o Brasil, que possuem muitas companhias com duas classes de ações. Contudo, ele apresenta como um dos pontos negativos a impossibilidade de analisar as companhias listadas no Novo Mercado, pois essas possuem apenas ações ordinárias. Outra dificuldade do modelo reside na necessidade de elaborar um modelo econômico que estabeleça previsões sobre fatos futuros e elimine muitas variáveis para que elas não influenciem o resultado. Desse modo, esse método faz com que o pesquisador precise prever como será o desempenho das companhias utilizando técnicas econômicas.

A pesquisa empírica, portanto, foi baseada na metodologia de Dyck e Zingales

[2004]. Quando um bloco de controle é adquirido, deve-se atentar para a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o preço da ação cotada no mercado dois dias depois do anúncio da venda, de modo que o mercado tenha incorporado a identidade do novo adquirente e que essa seja refletida no valor da ação. Essa diferença, chamada de *prêmio de controle*, representa uma estimativa dos BPCs.

Esse método permite apenas uma aproximação do real valor. Primeiramente porque os benefícios psíquicos podem não estar representados no preço da compra, uma vez que benefícios particulares do controle não monetários são menos prováveis de passar para o próximo controlador. Em segundo lugar, qualquer imperfeição na competição no mercado para adquirir o poder de controle pode interferir nos valores.

O estudo consiste em uma análise das companhias abertas. Para além disso, alguns pontos ainda devem ser observados. Em primeiro lugar, deve-se analisar o preço por ação pago pelo adquirente do bloco de controle e a porcentagem de ações adquiridas. Essa informação está disponível no edital de oferta pública de cada empresa, divulgado no *site* da Comissão de Valores Mobiliários/CVM.¹⁵ Outro fator a ser observado é a cotação da ação depois que o mercado incorporou a identidade do novo adquirente. Para identificar as cotações foi utilizada a base de dados histórica da BM&FBovespa.¹⁶ Já, para determinar a data na qual foi divulgado ao mercado o novo adquirente foi utilizado o fato relevante no qual a empresa revela a operação de aquisição de seu controle, uma vez que a Instrução CVM-358 torna essa divulgação obrigatória.

15. Disponível em <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa> (acesso em 10.6.2015).

16. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?idioma=pt-br&url=http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/cotacoes-historicas/FormSeriesHistoricas.asp> (acesso em 20.8.2015).

Apenas as transações com determinadas características devem ser analisadas. As aquisições devem ser de blocos superiores ou iguais a 10% de ações ordinárias e foram excluídas as operações nas quais foram realizadas aquisições através de ofertas públicas voluntárias ou compras de ações no mercado.

Devido a limitações do presente trabalho, algumas características do estudo de Dyck e Zingales [2004] não foram utilizadas. Em primeiro lugar, os autores desenvolveram algumas equações para lidar com influências do mercado no preço das ações. Como não foram elaboradas fórmulas para excluir essas influências, elas ficaram refletidas nos resultados encontrados. Em segundo lugar, Dyck e Zingales excluíram as transações nas quais existe uma ligação entre o preço pago pelo bloco de controle e o preço das ações no mercado de valores mobiliários, de modo a eliminar a influência que a expectativa de uma oferta pública de aquisição de ação pode causar no valor das ações dos acionistas minoritários. Os autores conseguiram realizar o estudo com as ações ordinárias de companhias brasileiras, já que na época analisada, em virtude da reforma da Lei das Sociedades por Ações, em 1997, não havia uma exigência legal de *tag along* quando ocorria a aquisição de um bloco de controle. Todavia, esse contexto mudou, uma vez que a Lei das Sociedades por Ações incorporou, em seu art. 254-A,¹⁷ o direito de *tag along* no montante de 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Dessa maneira, se fosse utilizado

17. Lei 6.404/1976: “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (incluído pela Lei 10.303/2001) (Brasil, Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976).

o mesmo método anteriormente empregado não seria possível realizar a pesquisa, justamente pela inclusão do dispositivo legal que prevê o direito de *tag along*, que implica uma necessária ligação entre o preço pago por ação integrante do bloco de controle e o preço das ações ordinárias no mercado de valores mobiliários.

Assim, para não inviabilizar uma atualização dos valores encontrados por Dyck e Zingales, foram utilizadas como parâmetro as ações preferenciais. Essas, pelo menos na teoria, deveriam ser tratadas de modo semelhante às ações ordinárias. Ao passo que a ação ordinária garante o voto, a preferencial está associada a alguma das vantagens elencadas no art. 17 da Lei das S/A.¹⁸ Logo, para

18. Lei 6.404/1976:

“Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

“§ 1º. Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea ‘a’; ou II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

“§ 2º. Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que

todos os investidores que pretendem auferir retorno financeiro ao investir no mercado de capitais, participar do dia a dia da companhia não é algo necessariamente atrativo. Para esses, então, as ações preferenciais deveriam ser mais benéficas. Desse modo, tendo em vista que em um mundo sem BPC o valor das ações preferenciais deveria ser, em regra, igual ou maior que o das ordinárias. Além disso, não estando sujeitas ao *tag along*, as ações preferenciais podem ser utilizadas no presente estudo para estimar os BPCs.

Exposto o parâmetro metodológico, há de se analisar quais companhias abertas podem ser utilizadas como base para o cálculo dos BPCs. Em primeiro lugar, foram observadas todas as aquisições de bloco de controle das companhias que ocorreram entre 2005 e 2014. Como o art. 254-A da Lei das

sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

“§ 3º. Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

“§ 4º. Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

“§ 5º. Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

“§ 6º. O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182.

“§ 7º. Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar” (BRASIL, *Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976*).

S/A prevê a necessidade de oferta pública no caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia, todas precisam registrar tal operação junto à CVM. Desse modo, acessando esse banco de dados¹⁹ foi possível elencar todas as operações. Ao todo foram registradas 57 aquisições de bloco de controle (Tabela 2). Em segundo lugar, foram selecionadas apenas as companhias que realizaram o leilão obrigatório para adquirir as ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia. Esse critério foi utilizado para garantir que as empresas selecionadas possuiriam todos os dados necessários para análise. Assim, foram selecionadas 45 companhias (Tabela 3). Em terceiro lugar, foram excluídas as companhias que não registraram qualquer operação resultante da oferta pública obrigatória junto à CVM. Com isso, foi possível selecionar apenas as 35 companhias que realmente tiveram alienação do poder de controle (Tabela 4). Em quarto lugar, foram excluídas, ainda, as companhias que informaram ao mercado a alienação do poder de controle, através de fato relevante, antes de 2005. Assim, foram selecionadas 32 companhias (Tabela 5). Em quinto lugar, foram excluídas as companhias que realizaram oferta pública de aquisição voluntária de ações preferenciais. Desse modo, garantiu-se que não haveria influência da oferta no preço da ação. Logo, foram selecionadas 23 companhias (Tabela 6). Depois, foram excluídas as companhias em que não estavam disponíveis os dados necessários, tais como a data do fato relevante, a porcentagem de controle adquirida e o preço por ação pago pelo adquirente. Assim, foram analisadas 10 companhias (Tabela 7). Desse total, 4 companhias estavam listadas no Novo Mercado quando ocorreu a aquisição do poder de controle e, por conta disso, não possuem ações preferenciais. Portanto, foram utilizadas 6 companhias para estimar

19. Disponível em <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>, acesso em 10.6.2015.

os BPCs²⁰ e sobre as outras 4 foi realizada uma análise qualitativa.

2.3 Descobertas

Ao mapear os dados foi possível estimar os BPCs das companhias entre 2005 e 2014. Para tanto, foi preciso identificar o dia do primeiro fato relevante noticiando ao mercado a alienação do poder de controle, a cotação das ações preferenciais e ordinárias dois dias depois dessa notícia, o valor pago pelo adquirente pelas ações com direito a voto integrantes do bloco de controle e a porcentagem de ações com direito a voto adquiridas.

A companhia Magnesita S/A será utilizada para ilustrar o processo necessário para estimar os BPCs. Em 12.8.2007 foi divulgada a alienação do poder de controle da companhia por meio de fato relevante. Foi adquirido um bloco de ações ordinárias representantes de 70,7% do capital votante da companhia. Cada ação foi adquirida por R\$ 77,00. Dois dias depois do anúncio as ações preferenciais da companhia valiam no mercado R\$ 38,00. Assim, o prêmio de controle por ação pelo bloco de controle era de 102,63%. Contudo, uma mensuração mais adequada dos BPCs equivale ao prêmio de controle em relação à porcentagem da participação adquirida. Sendo assim, como foram adquiridos 70,7%, chega-se a uma estimativa de BPC equivalente a 72,56%.²¹

20. Estas são companhias listadas no segmento tradicional, sem *tag along* estatutário, com ações ordinárias e preferenciais.

21. A forma de realizar o cálculo foi extraída do estudo de Dyck e Zingales [2004]. Segue o trecho no qual os autores exemplificam o procedimento para calcular os BPCs: “An example motivates our sample selection strategy and definition of our dependent variable. In January 1999 Ofer Brothers Investment Ltd., an investment vehicle for Sami and Yuli Ofer of Israel, bought 53 percent of the shares and control of Israel Corporation Ltd. from the Eisenberg family. The price per share for the control block was reported to be 508 shekels per share while the exchange price

Com esse mesmo método foi possível chegar à aproximação dos valores dos BPCs das outras companhias analisadas. O maior valor encontrado foi de 511,21% e o valor médio é de 191,50%. A tabela 1 indica os valores analisados.

Uma primeira justificativa para BPCs tão expressivos está na diferença atribuída aos valores das ações preferenciais e ordinárias. Enquanto deveria existir uma convergência entre ambas, na prática observa-se grande disparidade. Comparando, por exemplo, o valor das ações ordinárias com as ações preferenciais dois dias depois de anunciada a aquisição do poder de controle, verifica-se que as ordinárias valem em média 169,17% a mais do que as preferenciais. Uma das justificativas para essa disparidade é a diferença de liquidez entre as duas classes de ações. Todavia, esse fator não justifica o valor encontrado. Uma segunda explicação refere-se exatamente aos benefícios associados ao poder de controle e à proteção dos investidores.²² Em um lugar ideal, com proteção perfeita dos investidores, aqueles que utilizam o mercado de capitais para investir estão preocupados com seu retorno. Apenas uma minoria iria procurar participar da administração da companhia. Assim, ações que permitem, por exemplo, prioridade na

after announcement of the transfer was 363 shekels per share. The price premium paid per share for the controlling block over the postannouncement price in this case is 40 percent. A better measure of the value of the private benefits of control is the total premium paid divided by the equity value of the firm. In this example, the Ofer Brothers paid a 40 percent premium relative to the postannouncement price for 53 percent of the firms' equity, which produces an estimate of private benefits as a percentage of equity of 21 percent. This example turns out to be fairly typical of Israeli deals where we calculate a mean private benefit as a percentage of equity of 27 percent and a median value of 21 percent” [Dyck e Zingales, 2004:544].

22. Gilson e Schwartz [2015] sugerem que os BPCs possuem a importante função de incentivar o monitoramento da companhia.

distribuição de dividendos e/ou prioridade no reembolso do capital, como ocorre com as ações preferenciais, deveriam ser mais valorizadas pelos investidores. Desse modo, quando o mercado está disposto a pagar 169,17% a mais por uma ação com direito a voto do que por uma ação preferencial, deve-se atentar para a grande valorização da vantagem das ações ordinárias, qual seja, seu direito ao voto.

Percebe-se, portanto, a valorização das ações com direito a voto frente àquelas com uma prioridade no retorno financeiro. Quando calculado os BPCs, constata-se que o adquirente do bloco de controle está disposto a pagar por ação ordinária 191,50% a mais do que por ações preferenciais. Observa-se, assim, que os investidores não estão em uma posição de segurança.

Uma outra análise foi realizada para averiguar o impacto do novo adquirente.

Para tanto foi comparada a cotação da ação preferencial antes da divulgação da aquisição do poder de controle com a cotação dois dias após sua comunicação. A hipótese era de que a ação sofreria uma valorização, uma vez que o novo adquirente possuiria melhor plano para a companhia. Verificou-se, todavia, que não há um padrão nessa comparação, com casos em que existe uma valorização, chegando a valores até 5,17% superiores, e outros com uma desvalorização, chegando a um valor até 22,22% inferior.

Analisou-se também o impacto do *tag along* obrigatório nos casos de alienação do poder de controle. Em todos os casos o valor da ação, depois do anúncio da venda do poder de controle, convergia para a quantia que o novo adquirente era obrigado a pagar por ação (Gráficos 1 a 6).

Além disso, foi possível examinar se o *tag along* imposto pela lei funciona como

TABELA 1
BPC das companhias brasileiras

Empresa	Data – primeiro fato relevante	Valor Pago pelo controlador ON	% de ações votantes adquiridas	Cotação 2 dias depois – Preferencial	BPC
Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	20.9.2007	R\$ 140,08	69,2%	R\$ 42,20	160,50%
Refinaria Pet. Ipiranga S/A	20.9.2007	R\$ 132,85	66,2%	R\$ 50,00	109,69%
Magnesita S/A	12.8.2007	R\$ 77,00	70,7%	R\$ 38,00	72,56%
Telemig Celular Participações S/A	3.4.2008	R\$ 151,17	53,90%	R\$ 54,15	96,57%
Brasil Telecom Participações S/A (N1)	8.1.2009	R\$ 77,04	60,5%	R\$ 18,00	198,44%
Aracruz Celulose S/A (N1)	20.1.2009	R\$ 21,25	56,06%	R\$ 2,10	511,21%

real mecanismo de proteção dos investidores. Apenas observando os Gráficos de 1 a 6 percebe-se que em cinco deles (Gráficos 1 a 5) a melhor alternativa para o acionista minoritário é a venda de suas ações através da oferta pública. Há de se notar que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle até a data do leilão, na qual o novo adquirente é obrigado a pagar aos acionistas 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Depois dessa data os preços caem por um curto período e depois deixam de ser negociadas. A única exceção é Magnesita S/A (Gráfico 6). Nesse caso, após o leilão o valor de suas ações sobe. Para aprofundar esse entendimento faz-se necessária uma análise da história das seis companhias.

As companhias Aracruz Celulose S/A, Brasil Telecom Participações S/A, Distribuidora de Produtos Ipiranga S/A, Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A e Telemig Celular Participações S/A tiveram uma queda no valor de suas ações ordinárias depois do leilão proposto pela nova adquirente (Gráficos 1 a 5).

Pode-se constatar que em todos os casos a companhia deixou de ter suas ações negociadas na Bolsa. A Aracruz Celulose S/A foi incorporada pela Votorantim Celulose e Papel S/A, dando origem à Fibria Celulose S/A. Nesse processo a Aracruz teve suas ações incorporadas pela Fibria. A Brasil Telecom Participações S/A foi adquirida pela Telemar Participações S/A. Nesse processo as ações da Brasil Telecom S/A foram incorporadas pela Oi S/A. A Distribuidora e a Refinaria Ipiranga foram adquiridas pelo Grupo Ultra, o qual incorporou as ações do Grupo Ipiranga. Por fim, a Telemig Celular Participações S/A foi incorporada pela Vivo Participações S/A, com a consequente extinção da Telemig. Assim, pode-se observar que nos casos analisados a adquirente acabou tirando as ações da adquirida de negociação no mercado. Nesses casos, portanto, a exigência legal do *tag along*, art. 254-A da Lei das S/A,

acabou protegendo os investidores, pois foi realizada uma oferta pública de aquisição de ações antes que elas tivessem seus valores substancialmente reduzidos.

Para avaliar se a incorporação de uma companhia pela outra foi realmente prejudicial para os acionistas minoritários não basta averiguar que existiu uma queda no valor das ações depois de ocorrido o leilão da OPA. Desse modo, é preciso também identificar qual a relação de troca para aqueles acionistas minoritários que não venderam suas ações até que as ações da companhia adquirida deixassem de ser negociadas. Nesse sentido foi editado o Parecer de Orientação CVM-35/2008. Ele prevê deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão e incorporação, afirmando que esses devem assegurar a fixação de uma relação de troca equitativa.

Faz-se necessário, portanto, avaliar essa relação de troca nos casos analisados. No caso da Aracruz Celulose S/A foram criados Comitês Especiais com o intuito de negociar o melhor valor para os acionistas minoritários, como previsto no Parecer de Orientação CVM-35. Todavia, mesmo com esse mecanismo houve críticas à estratégia adotada, pois o Comitê supostamente teria apenas ratificado a proposta previamente anunciada pelo controlador. O processo de incorporação continuou com interferências da CVM, fazendo com que a Votorantim Celulose e a Aracruz aceitassem a recomendação da autarquia para permitir o andamento da união entre as companhias. Na aquisição da Distribuidora e Refinaria Ipiranga percebe-se que a relação de troca não foi benéfica para seus acionistas minoritários. Os minoritários que possuíam ações preferenciais ou os que possuíam ações ordinárias e não venderam suas ações na oferta pública receberam a mesma quantidade de ações do Grupo Ultra. Houve críticas a essa troca, por considerarem que a Ultrapar ficou superavaliada e as empresas do Grupo Ipiranga subavaliadas, uma vez que os preços não correspondiam ao que vinha sendo praticado no mercado. Pode-se ainda

apontar que o processo de incorporação da Telemig Celular Participações S/A pela Vivo Participações S/A também utilizou o Parecer de Orientação CVM-35.

Nesse cenário, a Magnesita S/A aparece como uma exceção. Suas ações também deixaram de ser negociadas na Bolsa de Valores, mas não devido à incorporação pela nova

adquirente. A RPAR, grupo que adquiriu a Magnesita, decidiu migrar a companhia para o Novo Mercado, segmento que oferece maior proteção aos investidores. Assim, mesmo depois do leilão de oferta pública, o preço de suas ações aumentou, até que a companhia deixou de negociá-las no segmento tradicional (Gráfico 6).

GRÁFICO 1
Ações ordinárias da Aracruz Celulose S/A



O Gráfico 1 retrata o valor das ações ordinárias da Aracruz Celulose S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

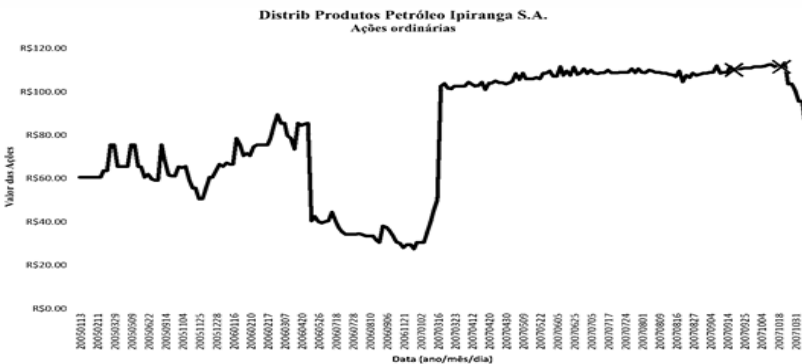
GRÁFICO 2
Ações ordinárias da Brasil Telecom Participações S/A



O Gráfico 2 retrata o valor das ações ordinárias da Brasil Telecom Participações S.A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente

é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na bolsa de valores.

GRÁFICO 3
Ações ordinárias da Distribuidora de Produtos e Petróleo Ipiranga S/A



O Gráfico 3 retrata o valor das ações ordinárias da Distribuidora de Produtos e Petróleo Ipiranga S/A. A primeira marca ("X") indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

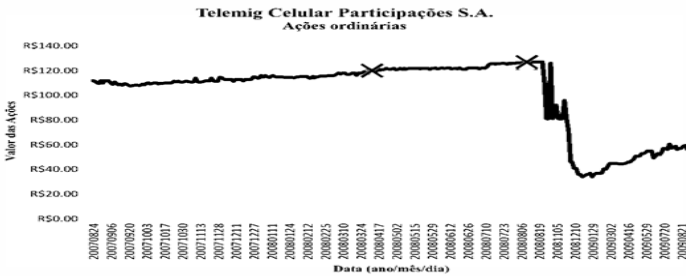
GRÁFICO 4
Ações ordinárias da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A



O Gráfico 4 retrata o valor das ações ordinárias da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A. A primeira marca ("X") indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação

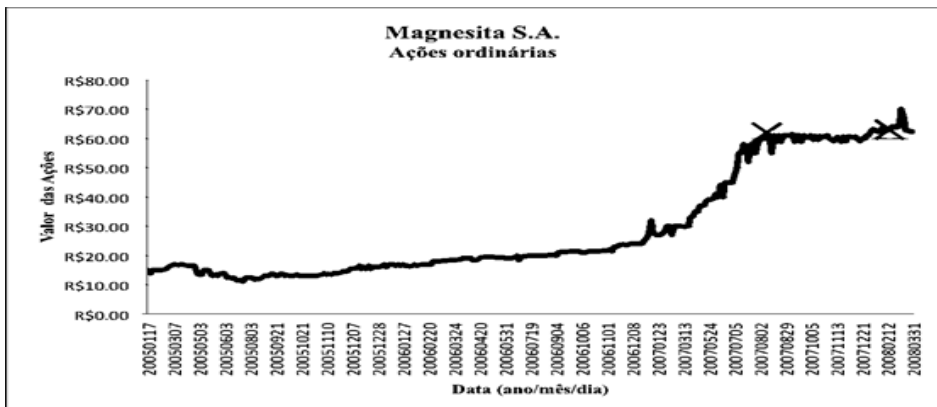
do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

GRÁFICO 5
Ações ordinárias da Telemig Celular Participações S/A



O Gráfico 5 retrata o valor das ações ordinárias da Telemig Celular Participações S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Depois do leilão o preço das ações ordinárias cai, indicando que a obrigação do *tag along* protege o acionista minoritário, pois ele teve a oportunidade de vender suas ações antes que houvesse grande queda no seu valor. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

GRÁFICO 6
Ações ordinárias da Magnesita S/A



O Gráfico 6 retrata o valor das ações ordinárias da Magnesita S/A. A primeira marca (“X”) indica o momento em que foi divulgado o fato relevante no qual é dada a notícia ao mercado da alienação do poder de controle

da companhia. A segunda marca indica a data do leilão, dia no qual o novo adquirente é obrigado a comprar as ações ordinárias dos acionistas minoritários. Logo, pode-se perceber que os preços sobem do momento do anúncio da aquisição do controle (primeira marca) até a data do leilão (segunda marca). Outra constatação é a de que o preço, desde o primeiro fato relevante sobre a alienação do controle, converge para o valor que o novo adquirente é obrigado a pagar na data do leilão. Todavia, ao contrário do que ocorreu nos outros casos, depois do leilão o preço das ações ordinárias sobe. O gráfico vai até o último dia em que as ações ordinárias foram negociadas na Bolsa de Valores.

Outro ponto analisado que não estava no estudo de Dyck e Zingales [2004] refere-se ao Novo Mercado. Esse segmento diferenciado, dentre algumas de suas características, exige que os adquirentes do poder de controle paguem aos demais acionistas o mesmo valor pago às ações integrantes do bloco de controle (*tag along* de 100%). Desse modo, para esse segmento não é possível analisar os BPCs, pois, devido à oferta pública obrigatória, o preço das ações deve convergir ao valor que o adquirente deve pagar pelas ações no leilão. Assim, deve-se aproveitar os dados das companhias listadas no Novo Mercado para realizar uma análise qualitativa.

Suspeitava-se que a aquisição do bloco de controle nesse segmento seria menos realizada devido aos altos custos que a operação traria. Contudo, mesmo com esses altos custos foram identificadas aquisições de poder de controle. Para entender esse fenômeno acompanhou-se a trajetória das quatro companhias do Novo Mercado²³ após a mudança no controle. Dessas, duas saíram do Novo Mercado²⁴ e as outras duas fecharam seu

23. As empresas do Novo Mercado analisadas foram: Banco Nossa Caixa S/A, Medial Saúde S/A, Redentor Energia S/A e Ironx Mineração S/A.

24. Vale apontar que o adquirente do controle de Redentor Energia S/A tentou fechar seu capital, mas os minoritários fizeram com que a companhia mantivesse seu capital aberto, já que a companhia não conseguiu a necessária adesão de 2/3 dos acionistas minoritários na oferta pública para cancelamento do registro da companhia. Apesar disso, a Redentor não será mais obrigada a atender às exigências do Novo Mercado, uma vez que passará a ser negociada no segmento tradicional. A saída do Novo Mercado ocorreu independentemente do cancelamento do registro, pois foi aprovada em assembleia-geral extraordinária.

capital. Assim, só foram realizadas aquisições de controle nos casos em que o adquirente não possuía o interesse de continuar no segmento do Novo Mercado.

Desse modo, pode-se concluir que não existe um impedimento absoluto para que o controle seja adquirido quando a companhia está listada no Novo Mercado. Contudo, parece que esse segmento não é atrativo aos adquirentes, pois, nos casos analisados, ou as ações passaram a ser negociadas no segmento tradicional, ou as companhias fecharam seu capital. Quanto aos investidores, pode-se afirmar que eles estão mais bem protegidos por um *tag along* de 100%, mas não podem ficar seguros de que a companhia continuará tendo suas ações negociadas no Novo Mercado.

3. Conclusão

Em primeiro lugar, foi traçado um panorama histórico da realidade brasileira no que tange aos BPCs. Foi possível destacar as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais responsáveis por criar um cenário de maior proteção aos investidores.

Em seguida foi apresentado o estudo de Dyck e Zingales [2004]. Os autores realizaram uma análise empírica dos BPCs, entre 1990 e 2000, em diversos Países, e encontraram os valores mais expressivos no Brasil. De modo a atualizar esse estudo ao novo cenário brasileiro, realizou-se uma pesquisa empírica com as companhias nos últimos 10 anos. Foi possível concluir, por meio da análise dos dados obtidos, que, por mais que as normas tenham garantido maior

proteção aos acionistas minoritários, ainda existem expressivos benefícios particulares associados ao poder de controle.

Nesse contexto, em que ainda existem elevados BPCs, é imprescindível que haja maior cautela com os acionistas minoritários das companhias que não estão listadas nos segmentos que possuem normas mais rígidas de governança corporativa, como ocorre com o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Os resultados alcançados demonstram que, por mais que o cenário brasileiro tenha se desenvolvido e alcançado patamares superiores de proteção aos acionistas minoritários, ainda existe uma grande barreira a ser superada com relação à qualidade da regulação. O mercado de capitais brasileiro, portanto, ainda precisa aprimorar a proteção dos investidores, pois só assim ele poderá ser uma real fonte de financiamento para as empresas.

Referências bibliográficas

- ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, SANTANA, Maria Helena, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- ARARAT, Melsa, ALEXANDRU, Petra, SANTANA, Maria Helena, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- BARCLAY, Michael, e HOLDERNESS, Clifford [1989]. “Private benefits of control of public corporations”. *Journal of Financial Economics* 25/371-395.
- CARVALHOSA, Modesto [1977]. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- COMPARATO, Fábio Konder [1981]. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense.
- [1983]. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro, Forense.
- DYCK, Alexander, e ZINGALES, Luigi [2004]. “Private benefits of control – An international comparison”. *The Journal of Finance* LIX.
- FAMÁ, Rubens, e RIBEIRO NETO, Ramon Martinez [2002]. “Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – O Novo Mercado”. *Revista de Administração* 37/29-38. N. 1. Janeiro-março/2002.
- GILSON, Ronald J., e SCHWARTZ, Alan [2015]. “Corporate control and credible commitment”. *Columbia Law and Economics Research Paper* 436; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* 438; *Yale Law & Economics Research Paper* 461; *ECGI – Law Working Paper* 216. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182781> (acesso em 5.12.2015).
- GILSON, Ronald, J., HANSMANN, Henry, e PARGENDLER, Mariana [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- GORGA, Érica [2013]. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- HANSMANN, Henry, GILSON, Ronald, J., e PARGENDLER, Mariana [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- HOLDERNESS, Clifford, e BARCLAY, Michael [1989]. “Private benefits of control of public corporations”. *Journal of Financial Economics* 25/371-395.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).

- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- MB ASSOCIADOS [2000]. “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf (acesso em 15.10.2015).
- MORAES, Luíza Rangel, WAISBERG, Ivo, e WALD, Arnaldo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- NENOVA, Tatiana [2000]. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: a Cross-Country Analysis*. Harvard University. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809 (acesso em 20.1.2016).
- PARGENDLER, Mariana, GILSON, Ronald, J., e HANSMANN, Henry [2011]. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”. *Stanford Law Review* 63. USA.
- RAJAN, Raghuram, e ZINGALES, Luigi [2003]. “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”. *Journal of Financial Economics* 69/5-50.
- RIBEIRO NETO, Ramon Martinez, e FAMÁ, Rubens [2002]. “Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – O Novo Mercado”. *Revista de Administração* 37/29-38. N. 1. Janeiro-março/2002.
- SANTANA, Maria Helena [2015]. “O Novo Mercado por Maria Helena Santana”. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/focus5.pdf> (acesso em 3.12.2015).
- SANTANA, Maria Helena, ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, e YURTOGLU, B. Burcin [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- SCHWARTZ, Alan, e GILSON, Ronald J. [2015]. “Corporate control and credible commitment”. *Columbia Law and Economics Research Paper* 436; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* 438; *Yale Law & Economics Research Paper* 461; *ECGI – Law Working Paper* 216. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182781> (acesso em 5.12.2015).
- SHLEIFER, Andrei, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e VISHNY, Robert [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- VISHNY, Robert, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e SHLEIFER, Andrei [1998]. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 1988. Disponível em <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications> (acesso em 20.10.2015).
- [2000]. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*.
- WAISBERG, Ivo, MORAES, Luíza Rangel, e WALD, Arnaldo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- WALD, Arnaldo, MORAES, Luíza Rangel, e WAISBERG, Ivo [2009]. “Fusões, incorporações e aquisições – Aspectos societários contratuais e regulatórios”. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo, Quartier Latin.
- YURTOGLU, B. Burcin, ALEXANDRU, Petra, ARARAT, Melsa, e SANTANA, Maria Helena [2008]. *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington, International Finance Corporation.
- ZINGALES, Luigi, e DYCK, Alexander [2004]. “Private benefits of control – An international comparison”. *The Journal of Finance* LIX.
- ZINGALES, Luigi, e RAJAN, Raghuram [2003]. “The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”. *Journal of Financial Economics* 69/5-50.

APÊNDICE
TABELAS COM AS COMPANHIAS ANALISADAS

TABELA 2
(57 companhias – Total)

Companhias	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Aços Villares S/A	6. Indústrias Micheletto S/A
7. Cia. Brasileira de Distribuição	8. Cia. Maranhense Refrigerantes
9. Ferrobán – Ferrovias Bandeirantes S/A	10. Ferronorte S/A Ferrovias Norte Brasil
11. CTEEP – Cia. Transm. Energia Elétr. Paulista	12. Plascar Participações Industriais S/A
13. Light S/A	14. Arcelor Brasil S/A
15. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	16. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
17. Refinaria Pet Ipiranga S/A	18. Elektro Eletricidade e Serviços S.A.
19. Calçados Azaleia S/A	20. Magnesita S/A
21. Eleva Alimentos S/A	22. Suzano Petroquímica S/A
23. Telemig Celular Participações S/A	24. Telemig Celular S/A
25. Const. Adolpho Lindenberg S/A	26. Tele Norte Celular Participações S/A
27. Amazônia Celular S/A	28. Ironx Mineração S/A
29. Recrusul S/A	30. Excelsior Alimentos S/A
31. Refinaria Pet Manguinhos S/A	32. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
33. Brasil Telecom Participações S/A	34. Brasil Telecom S/A
35. Abyara Planejamento Imobiliário S/A	36. Aracruz Celulose S/A
37. Hopi Hari S/A	38. Globex Utilidades S/A
39. Medial Saúde S/A (NM)	40. Gvt Holding S/A (NM)
41. Terna Participações S/A	42. Millennium Inorganic Chemicals do Brasil
43. Quattor Petroquímica S/A	44. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil

45. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)	46. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS
47. Vivo Participações S/A	48. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
49. Redentor Energia S/A (NM)	50. Banco Panamericano S/A
51. Banco BERJ S/A	52. Net Serviços de Comunicação S/A
53. Excelsior Alimentos S/A	54. Cia. de Gás de São Paulo – Comgás
55. Arteris S/A (NM)	56. Excelsior Alimentos S/A
57. Buettner S/A Ind. e Comercio – Em recuperação judicial	

TABELA 3
(45 companhias – Leilão aplicável)

Companhias	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Aços Villares S/A	6. Industrias Micheletto S/A
7. Cia. Maranhense Refrigerantes	8. Ferrobán Ferrovias Bandeirantes S/A
9. Ferronorte S/A Ferrovias Norte Brasil	10. Light S/A
11. Arcelor Brasil S/A	12. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A
13. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga	14. Refinaria Pet Ipiranga S/A
15. Elektro Eletricidade e Serviços S/A	16. Magnesita S/A
17. Eleva Alimentos S/A	18. Suzano Petroquímica S/A
19. Telemig Celular Participações S/A	20. Telemig Celular S/A
21. Tele Norte Celular Participações S/A	22. Amazônia Celular S/A
23. Ironx Mineração S/A (NM)	24. Recrusul S/A
25. Refinaria Pet Mangueiros S/A	26. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
27. Brasil Telecom Participações S/A	28. Brasil Telecom S/A
29. Abyara Planejamento Imobiliário S/A	30. Aracruz Celulose S/A
31. Globex Utilidades S/A	32. Medial Saúde S/A (NM)
33. Gvt Holding S/A (NM)	34. Terna Participações S/A

35. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	36. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)
37. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS	38. Vivo Participações S/A
39. Redentor Energia S/A (NM)	40. Banco Panamericano S/A
41. Banco BERJ S/A	42. Net Serviços de Comunicação S/A
43. Cia. de Gás de São Paulo – Comgás	44. Arteris S/A (NM)
45. Buettner S/A Ind. e Comércio – Em recuperação judicial	

TABELA 4
(35 companhias – Com operação registrada no *site* da CVM)

Companhias	
1. Cia. Tecidos Santanense	2. Cia. de Bebidas das Américas – AmBev
3. Cia. Siderúrgica de Tubarão	4. Acesita S/A
5. Indústrias Micheletto S/A	6. Arcelor Brasil S/A
7. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	8. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
9. Refinaria Pet Ipiranga S/A	10. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
11. Magnesita S/A	12. Eleva Alimentos S/A
13. Suzano Petroquímica S/A	14. Telemig Celular Participações S/A
15. Telemig Celular S/A	16. Tele Norte Celular Participações S/A
17. Amazônia Celular S/A	18. Ironx Mineração S/A (NM)
19. Banco Nossa Caixa S/A (NM)	20. Brasil Telecom Participações S/A
21. Brasil Telecom S/A	22. Aracruz Celulose S/A
23. Globex Utilidades S/A	24. Medial Saúde S/A (NM)
25. Gvt Holding S/A (NM)	26. Terna Participações S/A
27. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	28. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)

29. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS	30. Vivo Participações S/A
31. Redentor Energia S/A (NM)	32. Banco Panamericano S/A
33. Banco BERJ S/A	34. Net Serviços de Comunicação S/A
35. Arteris S/A (NM)	

TABELA 5
(32 companhias – Fato relevante entre 2005 e 2014)

Companhias	
1. Cia. Siderúrgica de Tubarão	2. Acesita S/A
3. Arcelor Brasil S/A	4. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A
5. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga	6. Refinaria Pet Ipiranga S/A
7. Elektro Eletricidade e Serviços S/A	8. Magnesita S/A
9. Eleva Alimentos S/A	10. Suzano Petroquímica S/A
11. Telemig Celular Participações S/A	12. Telemig Celular S/A
13. Tele Norte Celular Participações S/A	14. Amazônia Celular S/A
15. Ironx Mineração S/A (NM)	16. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
17. Brasil Telecom Participações S/A	18. Brasil Telecom S/A
19. Aracruz Celulose S/A	20. Globex Utilidades S/A
21. Medial Saúde S/A (NM)	22. Gvt Holding S/A (NM)
23. Terna Participações S/A	24. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil
25. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)	26. SEB – Sistema Educacional Brasileiro AS
27. Vivo Participações S/A	28. Redentor Energia S/A (NM)
29. Banco Panamericano S/A	30. Banco BERJ S/A
31. Net Serviços de Comunicação S/A	32. Arteris S/A (NM)

TABELA 6
(23 companhias – Sem OPA para as ações preferenciais)

Companhias	
1. Cia. Siderúrgica de Tubarão	2. Arcelor Brasil S/A
3. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	4. Cia. Bras. Petróleo Ipiranga
5. Refinaria Pet Ipiranga S/A	6. Elektro Eletricidade e Serviços S/A
7. Magnesita S/A	8. Eleva Alimentos S/A
9. Telemig Celular Participações S/A	10. Telemig Celular SA
11. Ironx Mineração S/A (NM)	12. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
13. Brasil Telecom Participações S/A	14. Brasil Telecom S/A
15. Aracruz Celulose S/A	16. Globex Utilidades S/A
17. Medial Saúde S/A (NM)	18. Gvt Holding S/A (NM)
19. Fertilizantes Fosfatados S/A Fosfertil	20. Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A (NM)
21. Vivo Participações S/A	22. Redentor Energia S/A (NM)
23. Arteris S/A (NM)	

TABELA 7
(10 companhias – Todos os dados)

Companhias	
1. Distrib. Produtos Petróleo Ipiranga S/A	2. Refinaria Pet Ipiranga S/A
3. Magnesita S/A	4. Telemig Celular Participações S/A
5. Ironx Mineração S/A (NM)	6. Banco Nossa Caixa S/A (NM)
7. Brasil Telecom Participações S/A	8. Aracruz Celulose S/A
9. Medial Saúde S/A (NM)	10. Redentor Energia S/A (NM)