



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 190 n.º 2, out. 2025/dez. 2025

RDM 190, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. A (ir)relevância da concentração de dados na análise de atos de concentração entre empresas data-driven (Marina Martinho Vaz E. Dias)
2. A realidade da dissolução parcial de sociedades limitadas no poder judiciário brasileiro (Katia Cristina Antunes Silva)
3. Agravamento de risco nos contratos securitários: um panorama entre o Código Civil e o Marco Legal dos Seguros (Rafael de Freitas Santos)
4. Análise da Responsabilidade Social Corporativa na Lei das Sociedades Anônimas de Futebol: futebol, sociedade e o PDE (Felix Chiaradia Maule)
5. Custos reputacionais na recuperação judicial do agronegócio (Vitória Carolina de Moraes Almeida; Michaela Nicole Santos Silva)
6. Dispersão de capital acionário: uma análise empírica do retorno ao acionista na Bolsa de Valores de São Paulo (Felipe Vilhena)
7. Entre Credores e Acionistas: o controle externo no Brasil (Livia Maria Fontenele Meneses)
8. Governança corporativa no setor de apostas de quota fixa: uma análise do cenário regulatório brasileiro (Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa; Pedro Henrique Figueiredo Soares)
9. Penhora de quotas e ações no CPC/2015: limites materiais, releitura sistemática do art. 861 (Carlos Henrique Roscoe Januzzi; Danielle Juliana Carneiro de Almeida)
10. Princípios da territorialidade e autonomia das partes na regulação de contratos de "fashion law": uma perspectiva principiológica sobre a atuação das marcas de alta-costura (Sofia Cristina Sanchez Buchala)

ISBN 978-65-6006-267-2



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

 **rdm**
revista de direito mercantil

 **EXPERT**
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 190, nº.2

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXIV (Nova Série)

Outubro 2025/Dezembro 2025

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIV – v. 190 n.º 2 – out. 2025/dez. 2025

FUNDADORES:

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÉ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Leticia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes

Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referências, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Carlos Henrique Roscoe Januzzi, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Danielle Juliana Carneiro de Almeida, Felipe Vilhena de Sousa Guimarães, Felix Chiaradia Maule, Katia Cristina Antunes Silva, Livia Maria Fontenele Meneses, Marina Martinho Vaz e Dias, Michaela Nicole Santos Silva, Pedro Henrique Figueiredo Soares, Rafael de Freitas Santos, Sofia Cristina Sanchez Buchala, Vitória Carolina de Moraes Almeida

ISBN: 978-65-6006-267-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Janeiro de 2026

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES

Carlos Henrique Roscoe Januzzi: Bacharel em Direito e Mestrando em Direito Comercial pela Faculdade Milton Campos. Advogado, coordenador da equipe de Direito Empresarial e Societário do escritório Santos Filho Advogados.

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa: Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Danielle Juliana Carneiro de Almeida: Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Pós Graduada em Direito Civil Aplicado pela PUC-Minas. Advogada e Coordenadora da equipe de direito civil do escritório Santos Filho Advogados.

Felipe Vilhena de Sousa Guimarães: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco. Iniciou sua carreira profissional em Direito Societário e M&A. Atualmente, trabalha com situações especiais na Makalu Partners, com enfoque em reestruturação e assessoria financeira.

Felix Chiaradia Maule: Advogado formado em 2024 pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP). Atua

com foco em operações de M&A, consultoria societária e regulação de apostas de quota fixa, com áreas de interesse que incluem governança corporativa, direito societário, direito contratual e direito desportivo. Desde 2022, integra o Pinheiro Neto Advogados, após experiência prévia no escritório internacional Norton Rose Fulbright. É fluente em inglês e alemão, possui nível intermediário em espanhol e conhecimentos básicos de mandarim.

Katia Cristina Antunes Silva: Advogada empresarial há mais de 25 anos, atual *head* jurídica de um fundo de investimentos imobiliários - Barzel Properties - que opera com recursos do fundo soberano GIC de Singapura e mediadora privada. Formada em Direito pela PUC/SP em 1998, pós-graduada pela Universidade de Coimbra em Regulação Pública da Economia em 2003, Portugal, pós-graduada em Direito Imobiliário pelo SECOVI em 2006, MBA na Fundação Dom Cabral concluído em 2012, com módulo internacional na *Kellogg School of Management, Northwestern*, Chicago, EUA, mestranda na PUC/SP com conclusão prevista para 2026.

Lívia Maria Fontenele Meneses: Estudante de Direito na Universidade de São Paulo. Coordenadora do Núcleo de Estudos de Direito Societário.

Marina Martinho Vaz e Dias: Graduada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FD-USP) e em Licence de Droit pela Université Jean-Monnet por meio do Programa PITES, promovido pela FD-USP. Atualmente atua como Advogada de Direito Concorrencial em TozziniFreire Advogados e Gerente de Relações Internacionais da Women in Antitrust (WIA).

Michaela Nicole Santos Silva: Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no Lia Frank Advogados. Pós-graduada em Direito Ambiental e Direito do Agronegócio pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Aluna Especial do

Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal da Bahia.

Pedro Henrique Figueiredo Soares: Bacharelado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Advogado em Inovação e Serviços Financeiros no escritório Opice Blum Advogados. Coordenador do Núcleo de Proteção de Dados - Techlab (NPD - Techlab).

Rafael de Freitas Santos: Advogado na área de Seguros, Resseguros e Previdência Privada no Machado Meyer Advogados. Aluno Especial no Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (2024). É membro efetivo das Comissões Especiais da OAB/SP de Direito dos Seguros e Resseguros (2024-2025), Previdência Privada (2025) e Estudos de Direito e Economia (2025).

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026) e estagiária na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atuando em supervisão de mercado, análise de documentos societários e elaboração de relatórios técnicos. Intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLs), em parceria com Georgetown University, no primeiro semestre de 2026.

Vitória Carolina de Moraes Almeida: Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no L.O. Baptista Advogados. Diretora da Associação Brasileira de Estudantes de Arbitragem - ABEArb. Coordenadora do Grupo de Competições de Arbitragem da Faculdade Baiana de Direito.

SUMÁRIO

Governança corporativa no setor das apostas de quota fixa: Uma análise do cenário regulatório brasileiro.....15

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (Universidade de São Paulo – USP), Pedro Henrique Figueiredo Soares (Universidade de São Paulo – USP)

Agravamento do risco nos contratos securitários: Um panorama entre o Código Civil e o marco legal dos seguros.....59

Rafael de Freitas Santos (Universidade de São Paulo – USP)

A (ir)relevância da concentração de dados na análise de atos de concentração entre empresas *data-driven*99

Marina Martinho Vaz e Dias (Universidade de São Paulo – USP)

Princípios da territorialidade e autonomia das partes na regulação de contratos de “*fashion law*”: Uma perspectiva principiológica sobre a atuação das marcas de alta-costura.....145

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo – USP)

Custos reputacionais na recuperação judicial do agronegócio: Reflexões à luz da análise econômica do direito169

Michaela Nicole Santos Silva (Universidade Federal da Bahia – UFBA), Vitória Carolina de Moraes Almeida (Faculdade Baiana de Direito)

Análise da responsabilidade social corporativa na lei das sociedades anônimas de futebol: Futebol, sociedade e o PDE.....199

Felix Chiaradia Maule (Universidade de São Paulo – USP)

Penhora de quotas e ações no CPC/2015: limites materiais, releitura sistemática do Art. 861.....237

Carlos Henrique Roscoe Januzzi (Faculdade Milton Campos), Danielle Juliana Carneiro de Almeida (Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais)

Entre credores e acionistas: O controle externo no Brasil.....261

Livia Maria Fontenele Meneses (Universidade de São Paulo – USP)

A realidade da dissolução parcial de sociedades limitadas no tribunal
de justiça do estado de São Paulo: Panorama de 2024311

Katia Cristina Antunes Silva (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)

Dispersão de capital acionário: Uma análise empírica do retorno ao
acionista na bolsa de valores de São Paulo.....363

Felipe Vilhena de Sousa Guimarães (Universidade de São Paulo – USP)

DISPERSÃO DE CAPITAL ACIONÁRIO: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DO RETORNO AO ACIONISTA NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

SHARE CAPITAL DISPERSION: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF SHAREHOLDER RETURNS ON THE SÃO PAULO STOCK EXCHANGE

Felipe Vilhena de Sousa Guimarães (Universidade de São Paulo – USP)⁴³⁴

Resumo: O retrospecto do mercado de capitais nacional é fundamental para entender os desafios que ele encontra na atualidade, e as características de sua histórica concentração acionária. Essa concentração, por sua vez, gera dinâmicas de conflito entre acionistas controladores e minoritários. O presente estudo parte da hipótese de que a má performance de companhias de capital disperso não está vinculada a falhas no modelo de governança corporativa, mas sim a fatores macroeconômicos e dinâmicas setoriais específicas. Por meio da categorização da estrutura de capital proprietário das 100 maiores companhias da B3 e da análise dos retornos de ações em múltiplos recortes temporais, busca-se desassociar a estrutura de capital proprietário dos resultados de mercado. A proposta é contribuir para o debate sobre poder de controle, estrutura de capital e governança corporativa no Brasil, questionando diagnósticos simplistas sobre a eficácia de modelos de capital disperso.

Palavras-chaves: Dispersão de Capital; Governança Corporativa; Estrutura de Capital Proprietário; Poder de Controle; Mercado de Capitais; Bolsa de Valores; Retorno ao Acionista

434 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco. Iniciou sua carreira profissional em Direito Societário e M&A. Atualmente, trabalha com situações especiais na Makalu Partners, com enfoque em reestruturação e assessoria financeira. O presente artigo serviu como tese de graduação para obtenção do título de Bacharel em Direito pelo Largo São Francisco, contando com a orientação do Professor Associado Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, do Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo, e com os comentários de Michelle Baruhm Diegues, doutoranda em Direito pela mesma instituição.

Abstract: The history of the Brazilian capital markets is essential for understanding the challenges it currently faces, as well as the characteristics of its traditionally concentrated ownership structure. This concentration, in turn, gives rise to conflicts between majority and minority shareholders. This study is based on the hypothesis that the underperformance of widely held companies is not due to flaws in the corporate governance model, but rather to macroeconomic factors and specific industry dynamics. By categorizing the ownership structures of the 100 largest companies listed on B3 and analyzing stock returns across multiple timeframes, this paper aims to decouple ownership structure from market performance. The goal is to contribute to the debate on control power, ownership structure, and corporate governance in Brazil, challenging simplistic assessments of the effectiveness of dispersed ownership models.

Keywords: Capital Dispersion; Corporate Governance; Capital Structure; Corporate Control; Capital Markets; Stock Exchange; Shareholder Return.

Sumário: Introdução. **1.** O histórico do mercado de capitais, as estruturas de controle e o perfil das companhias brasileiras. A. Breve histórico do mercado de capitais no Brasil. B. Concentração de capital, poder de controle e governança corporativa. **2.** Retorno das companhias de capital disperso: descorrelacionando dispersão com má performance. A. Metodologia e resultados observados. B. Composição de fatores que impactam preços. C. O cenário de retornos dos últimos cinco anos. **3.** Setores e subsetores: análise de performance e dispersão de capital diante de dados socioeconômicos. A. Subsetor educacional. B. Subsetor do comércio varejista. **4.** Considerações finais.

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte e cinco anos, o crescimento do mercado de valores mobiliários do Brasil, sobretudo na primeira década dos anos 2000, não reflete o histórico de incipiência desse setor de investimentos em âmbito nacional. Até 1976, o mercado não possuía um agente regulatório e uma legislação das sociedades por ações. Antes de 1991, havia travas legais que limitavam (e desincentivavam) investidores institucionais estrangeiros a negociar valores mobiliários no país. Foi somente em 2001 que se iniciou um movimento de valorização de estruturas de governança corporativa, com a criação dos segmentos especiais de listagem. Essa conjuntura regulatória, econômica e social elucida o momento atual do mercado de valores mobiliários brasileiro, sua estrutura, perfil de investidores e composição acionária das companhias.

A Lei das Sociedades Anônimas, diante desse cenário, surge em 1976 para regular e permitir o desenvolvimento competitivo das sociedades por ações. O art. 116 da respectiva lei traz o conceito de “acionista controlador”, alinhado à conjuntura socioeconômica nacional, que historicamente tem sua bolsa de valores composta por companhias com um acionista controlador claro, sejam entes públicos (União, estados da federação) ou entes privados (multinacionais, indivíduos ou grupos familiares). Dentre as 100 maiores empresas da bolsa brasileira, o maior acionista possui, em média, 47% das ações com direito de voto.⁴³⁵ Em uma empresa listada com acionista controlador, a avaliação do investidor institucional acerca da governança corporativa e das decisões de diretoria é simples: ou aceitam-se os termos do controlador ou vende-se a posição no mercado.

Contudo, com o desenvolvimento do mercado de ações e a proliferação de investidores institucionais nacionais e internacionais, novas relações de governança corporativa foram se estabelecendo no

435 Ver Tabela 1.

Brasil e, com isso, novas dinâmicas entre acionistas controladores e minoritários.

Nos últimos anos, há diversos embates entre investidores institucionais minoritários e acionistas controladores, seja por acusações de abuso de poder de controle ou por acusações de lesão ao minoritário em determinadas transações de venda de participação ou Ofertas Públicas de Aquisição (“OPAs”) para deslistagem.⁴³⁶ Isso, por sua vez, alimenta um sentimento de que o modelo de governança corporativa de empresas de capital disperso não funciona para a realidade nacional, culminando na concepção de que companhias sem um acionista controlador performam pior que seus pares na Bolsa de Valores de São Paulo (“B3”) especificamente pela dispersão de seu capital.

Porém, é possível correlacionar a má performance das companhias com a sua estrutura de capital proprietário? Intuitivamente, seria prudente correlacionar performance com fatores econômicos externos, momentos de mercado e dinâmicas internas dos subsetores em que estão inseridas

Este trabalho, assim, parte da hipótese de que o modelo de governança corporativa de companhias de capital disperso não se correlaciona com a má performance de determinadas companhias na B3, especialmente quando comparadas a empresas com um acionista

436 Exemplos recentes de manifestações de descontentamento de minoritários estão relacionados à Oferta Pública de Aquisição para deslistagem no Brasil do Carrefour, e na fusão da BRF com a Marfrig. Para mais detalhes: < <https://braziljournal.com/minoritarios-da-brf-reclamam-de-relacao-de-troca-com-a-marfrig/> > e < <https://braziljournal.com/minoritarios-questionam-preco-e-timing-da-opa-no-carrefour-brasil/> >. Acesso em: 28 de julho de 2025.

A gestora Alphakey Capital Management, em carta aos investidores no primeiro trimestre de 2024, abordou o tema dos acionistas minoritários no Brasil de maneira mais vocal e trazendo alguns casos que consideravam icônicos, como a aquisição da Linx pela Stone, na qual a gestora movimentou parte da base acionária minoritária e enviaram uma carta à CVM questionando as práticas do conselho de administração na transação. Além disso, a gestora também traz uma visão de mercado em relação ao funcionamento de empresas de capital disperso, acreditando que a composição acionária e ausência de propriedade de controle é sinônimo de má performance. Disponível em: < <https://braziljournal.com/por-que-as-corporations-tem-falhado-no-brasil/> >. Acesso em: 28 de julho de 2025.

controlador do mesmo subsetor, não sendo possível estabelecer uma relação direta entre estrutura de capital proprietário e má performance da companhia em remunerar o capital do acionista.

A partir dessa hipótese, questiona-se: **(i)** Nos últimos dez anos, qual a participação percentual das companhias de capital disperso dentre aquelas que melhor e pior performaram?; **(ii)** o comportamento analisado se reproduz na mesma participação percentual e com as mesmas empresas compondo o quadro ao se analisar diferentes recortes temporais?; e **(iii)** ao comparar companhias do mesmo subsetor, expostas às mesmas dinâmicas internas do seu mercado, as companhias de capital disperso performam pior e/ou reagem de maneira diferente às volatilidades?

Em busca de atender a esses questionamentos, este artigo divide-se em três partes. A primeira, dividida em dois subitens, traz um panorama histórico do mercado de capitais no Brasil, sua evolução econômica e regulatória, e as dificuldades do mercado observadas hoje para, então, introduzir e expor as principais discussões acadêmicas em torno da concentração de capital, poder de controle e governança corporativa, traçando paralelos entre o cenário nacional e o cenário internacional.

A segunda parte é dividida em três subitens: o primeiro expõe a metodologia e os resultados da análise realizada em torno das 100 maiores companhias da B3; o segundo, uma visão sobre a composição de fatores que impactam os preços das ações, dialogando com a ideia de que momentos econômicos e dinâmicas internas podem causar a falsa percepção de que a estrutura de capital proprietário afeta a performance das companhias; e o terceiro, uma breve exposição do cenário de retornos nos últimos cinco anos, período mais negativo, sobretudo pela conjuntura socioeconômica, que reflete de maneira mais próxima o resultado na amostra de dez anos.

Através da análise, constatou-se que em diferentes recortes temporais há diferentes composições entre as companhias que pior e melhor performaram, além de uma diferente participação percentual de companhias de capital disperso nos dois polos, sugerindo uma

grande sensibilidade dos retornos à situação macroeconômica e eventos internos que afetaram determinados setores. Necessário, portanto, um olhar mais aprofundado para dinâmicas próprias de subsetores e o comportamento das companhias que os compõem, comparando aquelas de diferentes estruturas de capital.

A terceira parte, por conseguinte, aprofunda a análise em dois exemplos de subsetores da bolsa, educação e varejo, estabelecendo conexões entre a performance das companhias e dados socioeconômicos, a fim de observar se há uma diferença de comportamento entre companhias com acionista controlador e companhias de capital disperso.

Em síntese, o estudo demonstra que, conforme a hipótese levantada, não é possível correlacionar a performance das ações das companhias com a sua estrutura de capital proprietário, uma vez que as piores e melhores performances mudam consideravelmente ao variar os recortes temporais e, ao comparar companhias dos mesmos subsetores, fatores socioeconômicos impactam de maneira muito similar as companhias de diferentes estruturas acionárias.

1. O HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS, AS ESTRUTURAS DE CONTROLE E O PERFIL DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

Por diversos fatores socioeconômicos históricos, o Brasil é um país que possui, em sua maioria, companhias com estrutura de capital proprietário concentrado. Essa característica aquece debates acadêmicos e no mercado relacionados a imbróglis, por muitas vezes, já superados em outras economias com mercados de capitais maiores, mais desenvolvidos, e com tendências à dispersão de capital.⁴³⁷

437 Vale destacar que, nos Estados Unidos, pesquisas acadêmicas mais recentes entendem que há uma concentração de capital acionário relevante. Contudo, o percentual adotado para se definir um acionista “*Blockholder*” é de 5%, o que, apesar de possivelmente ser um valor de referência para o cenário estadunidense, não condiz com a dispersão de capital observada no mercado de capitais brasileiro. Para mais detalhes: HOLDERNESS, Clifford G., ***Blockholders are More Common in the United States than You Might Think***. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, ed. 4, 2010,

O cenário de governança corporativa brasileiro ainda lida com problemas e discussões relacionados aos tipos clássicos de controle, como lesão ao acionista minoritário, o abuso do poder de controle, os deveres fiduciários dos administradores e as dinâmicas de alinhamentos de interesses entre controlador, minoritário, administração e *stakeholders*.

Esse cenário está refletido no sentimento dos investidores institucionais que atuam no mercado brasileiro. Não é incomum de se observar notícias na mídia que tratam de críticas e preocupações de acionistas minoritários diante de operações de venda de controle ou fechamento de capital na bolsa, bem como críticas ao modelo de controle majoritário (o mais presente no Brasil), e como o modelo de controle (ou ausência de) de companhias de capital disperso não é funcional no cenário nacional.⁴³⁸

Este capítulo, portanto, busca tecer um breve panorama histórico do mercado de capitais no Brasil e trazer as principais discussões acadêmicas acerca de estrutura de capital proprietário, poder de controle, meios de controle e demais tendências da governança corporativa.

Para isso, ele está dividido em duas partes. A parte **(a)** aborda o histórico do mercado de valores mobiliários nacional, demonstrando como ainda é incipiente, seus gargalos de crescimento e algumas características socioeconômicas que ajudam a entender os resultados

pp. 75-85. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1733802>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

Apesar da evidente diferença na medida de “*blockholder*” nos Estados Unidos para um acionista controlador no Brasil (caso fosse utilizada a métrica de 5% como possibilidade de exercício de controle, quase não restariam companhias de capital disperso brasileiras), BEBCHUK e HIRST demonstraram que, em 2019, os três maiores investidores institucionais do mundo (“*The Big Three*”) possuem mais de 20% das ações do S&P 500, com um crescimento relevante no exercício de voto até 2038, sugerindo que investidores institucionais e demais acionistas controladores voltaram a ter uma parcela relevante do mercado acionário estadunidense. Para mais detalhes: BEBCHUK, Lucian; HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019. Disponível em: <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/BEBCHUK-HIRST-1.pdf>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

438 Ver nota de rodapé nº 2

da análise do Capítulo II e por que o controle acionário das companhias é concentrado nas empresas listadas na bolsa do país. A parte (b) busca levantar as principais discussões acadêmicas acerca de poder de controle no âmbito internacional e nacional, traçando um perfil da governança corporativa e estrutura de propriedade de capital no Brasil.

A. BREVE HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O mercado de valores mobiliários brasileiro apresentou pouca relevância na economia do país até meados dos anos 1960.⁴³⁹ Isso estava atrelado a fatores como: (i) elevados níveis de inflação; (ii) precária organização das bolsas de valores mobiliários; (iii) monopólio dos corretores públicos. (iv) falta de legislação adequada; e (v) ônus impostos pela Lei da Usura.⁴⁴⁰

Os investidores dessa época eram, em grande parte, especuladores, a participação de investidores institucionais era irrelevante e os níveis de liquidez dos ativos eram baixos. O processo de precificação dos ativos era nebuloso e baseava-se, principalmente, em rumores e dados imprecisos. Ainda, as companhias não eram obrigadas a divulgar demonstrações financeiras e fatos relevantes.

Somado à ausência de informação e elevada especulação, as inseguranças macroeconômica, tributária e regulatória também eram gargalos. No passado, os índices de inflação eram extremamente elevados, a tributação de proventos era alta e não havia qualquer órgão regulador e fiscalizador nem qualquer definição que distinguia conceitos de companhia aberta e companhia fechada.⁴⁴¹

439 COSTA, Roberto T. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa oficial do Estado de São Paulo, 2006, p. 106.

440 MACARANI, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969-1971**. 2006. SciELO Brazil. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/ee/a/4pfWcvfFyPxkQhfvbDN8crw/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

441 RODRIGUES, Ana Carolina. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil**. *Scientia Iuris*, Londrina, v.16, n.2, 2012, pp.

Em 1964 e 1965, iniciou-se um processo de aperfeiçoamento e organização do sistema financeiro e do mercado de capitais, por meio de uma sequência de reformas institucionais e legislativas.⁴⁴² A Lei de Mercado de Capitais (Lei n. 4.728/65) foi pioneira ao estabelecer incentivos tributários para o investimento em ações e para a abertura de capital das companhias.⁴⁴³ Outro exemplo foi o Decreto-Lei n. 157, que estabelecia a possibilidade de contribuintes investirem parte de seu imposto de renda em ações por meio de fundos de investimento. Os fundos, por sua vez, aplicavam os recursos em companhias que preenchiam os respectivos requisitos legais.

Contudo, há de se ressaltar que, apesar dessas estratégias conduzirem pequenos investidores ao mercado, não havia qualquer incentivo a uma participação consciente desses investidores. No próprio exemplo do Decreto-Lei n. 157, ainda há inúmeras companhias que possuem em sua base acionária pequenos investidores que sequer podem ser encontrados, e muito provavelmente nem se lembram, ou nunca souberam, de sua participação em determinada empresa. Assim como no caso do Decreto-Lei n. 157, hoje percebe-se que certas medidas da época acabavam mais por favorecer administradores de fundos e índices de mercado do que efetivamente fortalecer o mercado de valores mobiliários.⁴⁴⁴

Dessa forma, com a criação artificial de um crescimento de preços e volumes de negociação, houve o surgimento de uma bolha especulativa até que, em 1971, esgotadas novas fontes de recursos, iniciou-se um processo de queda de preços. Os especuladores profissionais rapidamente realizaram seu capital, de modo que os

107-128.

442 Leis n. 4.357/64; 4.380/64; 4.506/64; 4.595/64, e, principalmente, a edição da Lei n. 4.728/65 (Lei de Mercado de Capitais) que “disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento”, conforme preâmbulo.

443 MACARANI. *op.cit.*, 2006.

444 SOUSA, Lucy A. **O mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97**. Tese de Doutorado em Economia - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998, p.34.

*free-riders*⁴⁴⁵, sem qualquer fundamento, conhecimento técnico, acesso à informação ou assessoria de qualidade, foram os mais prejudicados.

Após a crise de 1971, o desamparo regulatório foi reconhecido, culminando na criação da Lei das Sociedades por Ações e na criação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).⁴⁴⁶ A partir de então, houve um desenvolvimento a passos lentos, marcado pelo período de hiperinflação e alguns casos de ondas de especulação.⁴⁴⁷

Em 1991, iniciou-se um processo de globalização financeira, privatizações e crescimento de investidores institucionais na bolsa. Importante ressaltar os avanços regulatórios relacionados à liberação de investidores institucionais estrangeiros para investir diretamente em valores mobiliários negociados no mercado brasileiro.⁴⁴⁸ Para se mensurar o impacto positivo da regulação, em 1991, os investidores estrangeiros representavam pouco mais de 5%; em 1995, somavam quase 30%.

Posteriormente, em 2001, foram criados os segmentos de listagem da BM&FBovespa: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Cada segmento exige práticas de governança e emissão de ações distintas, sendo que os níveis de transparência e governança são maiores para o Novo Mercado. Esse movimento, por sua vez, foi uma clara valorização das boas práticas de governança corporativa e da proteção dos investidores, o que poderia levar a uma tendência de dispersão de

445 SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A *Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 1997, v. 52, n. 2, pp. 737–783.

446 Leis n. 6.404/76 e 6.385/76, respectivamente.

447 De 1942 a 1994, o Brasil trocou de moeda 7 vezes, tendo batido recordes de inflação acumulada nos períodos de 1970 a 1986 (206.288%) e de 1990 a 1993 (118.590%), num cenário de alta instabilidade econômica, que culminou no surgimento do Plano Real (1993-1994), estabelecendo o tripé macroeconômico no Brasil e a estabilização da moeda nacional. Para mais detalhes, ver: MALAN, Pedro; BACHA, Edmar. **30 anos do Real: crônicas no calor do momento**. Organização de Gustavo H. B. Franco. 1. ed. Rio de Janeiro: História Real, 2024.

Nos casos de especulação, pode-se citar o “caso Nahas”, restando claro que um único investidor poderia ser capaz de comprometer toda a estrutura do mercado de capitais brasileiro à época.

448 Criação do Anexo IV à Resolução 1.287/87, incluído pela Resolução do CMN 1.832/91.

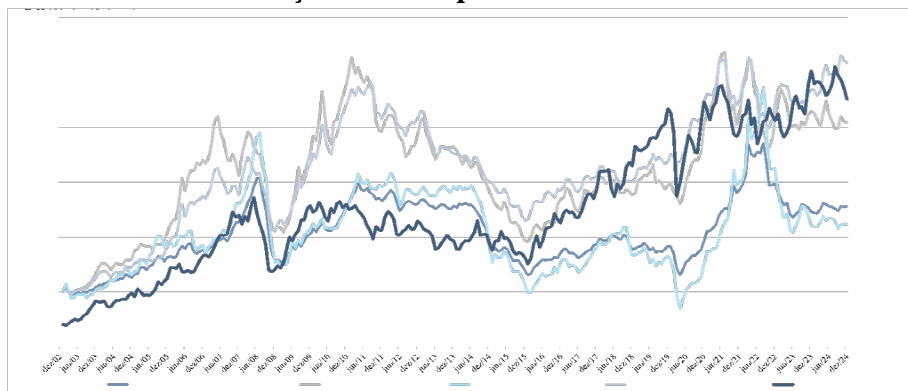
capital na bolsa brasileira. Porém, conforme se demonstrará adiante, a dispersão ainda está aquém do potencial.

De 2003 a 2010, observa-se que, ainda que o mercado de capitais brasileiro tenha se expandido consideravelmente, esse processo pode ser atribuído mais a fatores conjunturais que estruturais.⁴⁴⁹ A dependência da B3 de *commodities* é uma evidência desse cenário, conforme demonstra o Gráfico 1. De 2010 a 2016, o índice não teve grandes movimentações, com uma diminuição de empresas listadas,

De 2017 a 2021, apesar de situações de alta volatilidade no caminho, houve um ciclo de valorização de ações e de crescimento de empresas listadas. O País estava no meio de um processo de recuperação da crise político-econômica iniciada em 2014, com alta volatilidade no mercado e um clima de incerteza política. Contudo, a saída de um ciclo de alta na taxa de juros e a sinalização política de uma gradual estabilização contribuíram para uma janela de valorização de empresas na bolsa e de Ofertas Públicas Iniciais (originalmente “*Initial Public Offers*”, ou “IPOs”), conforme Gráficos 2 e 3.

449 WOLF, Paulo José W.; OLIVEIRA, Giuliano C.; e PALLUDETTO, Alex W. A. **O Mercado de Ações no Brasil (2004-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento.** Revista Pesquisa e Debate, v.30, n.2, 2018, pp.145 – 180.

Gráfico 1. Correlação do Ibovespa com Índices de Commodities



Fonte: BACEN e FMI. Elaboração Própria.

Gráfico 2. Correlação Ibovespa x Selic



Fonte: B3 e BACEN. Elaboração Própria

Gráfico 3. Número de Empresas Listadas na B3⁴⁵⁰



Fonte: B3. Elaboração Própria

Apesar do crescimento modesto do mercado de capitais brasileiro dos últimos vinte anos e a forte entrada de investidores institucionais e de capital estrangeiro na B3, os últimos quatro anos marcam certa retração e diminuição de liquidez no mercado.

A última onda de IPOs da bolsa brasileira foi em 2021, com a taxa básica de juros (“Taxa Selic” ou somente “Selic”) iniciando o ano no patamar mais baixo da história, a 2% a.a. Desde então, observou-se um movimento de regressão de companhias listadas. Em janeiro de 2022, a bolsa contava com 455 empresas listadas; no início de 2025 já eram 415.⁴⁵¹

Esse movimento se deve a fatores macroeconômicos e burocráticos. O cenário econômico brasileiro nos últimos três anos contou com forte aceleração da inflação, encerrando o ano de 2021 na casa dos 10%, seguindo uma média de 6% e 5% nos anos subsequentes,

⁴⁵⁰ Considera empresas no mercado tradicional, nos níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), BOVESPA Mais e BOVESPA Mais Nível 2.

⁴⁵¹ Nesse sentido, vale destacar, em 2025, a aprovação em assembleia da incorporação do Carrefour Brasil (Grupo Atacadão) pela holding estrangeira, e a proposta de OPA para fechar o capital da Serena Energia. Um levantamento realizado pelos Valor Econômico demonstra que, nos últimos dez anos, a bolsa brasileira foi palco de 94 aberturas de capital, sendo que as deslistagem somam, atualmente, 95 exemplos, sem contar as fusões entre empresas listadas. Ver: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/02/26/operacoes-de-fechamento-de-capital-na-b3-superam-ipos-na-ultima-decada.ghhtml>> Acesso em: 16 de maio de 2025.

em alguns casos estando acima do teto da meta perseguida pelo Banco Central. Este, por sua vez, na tentativa de garantir o cumprimento das metas inflacionárias, elevou a Taxa Selic até se atingir o patamar de 13,65% em 2022, com certa manutenção da taxa em 2023 e 2024, observando-se uma leve tendência de corte, renovando seu ciclo de alta até 15% em 2025.⁴⁵² Ocorre que, com a manutenção da taxa básica de juros em patamares mais altos, títulos de renda fixa se tornam mais atrativos, e investidores precisam de um maior prêmio de risco para serem acionistas de companhias na bolsa. Além disso, o custo de capital das companhias na tentativa de financiamento também se torna mais alto, o que limita sua capacidade de tomar empréstimos e, conseqüentemente, posterga seus planos de investimentos.

Paralelamente, o custo administrativo para manter uma companhia listada na bolsa é elevado.⁴⁵³⁻⁴⁵⁴ Diretoria de Relações com Investidores, materiais de marketing, auditores independentes são alguns exemplos da estrutura administrativa que precisa ser montada e desenvolvida dentro de companhias listadas, além de custos

452 Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

453 Um estudo de 2019 da PwC Brasil mostrou que 66% das 27 companhias entrevistadas afirmaram ter um custo de operação de até US\$ 400 mil anuais, *versus* 67% das companhias americanas entrevistadas em 2017 que afirmaram ter um gasto anual entre US\$1 milhão e US\$ 1,9 milhão. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/mercado-capitais/2022/PwCBrazil_Guia_IPO_MOBILE_VF.pdf>. Acesso em: 25 de julho de 2025

454 Um estudo da Deloitte em 2020, que contou com a participação de 51 empresas listadas na B3, estima que 4,9% do valor distribuído no IPO é a média de custos para abertura de capital (dados de 2004 a 2020). Além disso, os custos recorrentes de uma companhia aparecem, em relação à maioria das empresas analisadas, entre R\$1,1 milhões e R\$2,4 milhões. Entende-se que, somado a isso, deve-se incluir custos com diretoria e pessoal de RI, demais custos de governança, e assessores. A pesquisa, ainda, indicou que os maiores custos de operação estão relacionados à auditoria e revisões das demonstrações financeiras (67% das respostas) e às taxas e custos para manutenção de registro (51% das respostas), sendo a complexidade regulamentar o maior desafio que a empresa enfrenta como companhia aberta (66% das respostas), juntamente com a manutenção de uma estrutura de governança corporativa (60% das respostas). Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/custo-para-manter-capital-aberto-na-b3.htm>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

adicionais com jurídico e *compliance* para se adequar às normas dos órgãos regulatórios (B3 e CVM).

Esse tema pode, inclusive, ser aprofundado através dos custos de agência, estudados inicialmente por Jensen e Meckling.⁴⁵⁵ Há despesas administrativas relevantes tomadas por companhias na fiscalização das atividades dos administradores, sobretudo quando a atuação desses administradores não é alinhada com o acionista controlador; ou até mesmo pela relação entre acionista controlador e acionistas minoritários: quando um representado não tem a capacidade efetiva de monitorar ou vincular a ação do agente, o custo resultante é a perda residual (*residual loss*)⁴⁵⁶. Portanto, a necessidade de fiscalização da atividade dos administradores e/ou controladores é uma linha de despesas para a companhia que, por si só, impactam os resultados líquidos gerados ao acionista. Esse cenário é intensificado no caso de companhias listadas, já que a dinâmica de alinhamento de interesses é mais complexa, devido ao maior grau de separação entre propriedade e controle.

Assim, o cenário atual do mercado de capitais brasileiro é desafiador: investidores minoritários têm desconfiança e atritos com majoritários,⁴⁵⁷ diversas companhias estudam fechar seu capital⁴⁵⁸ e investidores buscam outras opções de investimento ao invés de tomarem o risco de capital.

455 JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H. ***The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure***. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

456 “In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the ‘residual loss.’” JENSEN e MECKLING, *op. cit.*, 1976, p. 309.

457 Ver nota de rodapé nº 2.

458 Desde dezembro de 2024, alguns exemplos principais são as Ofertas Públicas de Aquisição (“OPAs”) para Kora Saúde (concretizada), Carrefour Brasil (concretizada), Zamp (protocolada), Serena Energia (esperada), Banco PAN (esperada) e Neoenergia (esperada).

Em termos de estrutura de capital proprietário, o histórico socioeconômico do mercado de valores mobiliários brasileiro demonstra as tendências dos estudos acadêmicos de governança corporativa: um mercado que possui em sua maioria empresas de capital concentrado, com o exercício de poder de controle majoritário e conflitos com acionistas minoritários.

B. CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL, PODER DE CONTROLE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um dos principais tópicos de análise e discussão acadêmica (e também um relevante ponto de atenção para alocação de capital pelos investidores institucionais) é a governança corporativa nas empresas listadas, bem como suas características, formas de exercício de controle e comparação com o cenário internacional de boas práticas.

Gouvêa define o estudo da governança corporativa como “a análise do exercício de poder de controle de pessoas jurídicas ou estruturas jurídicas em que exista a necessidade de que o patrimônio de terceiros seja administrado com um propósito definido”.⁴⁵⁹ Esse conceito conversa inclusive com a tradição societarista brasileira iniciada por Comparato e Salomão Filho⁴⁶⁰, com ênfase na necessidade de análise do poder de controle e da estrutura de capital proprietário das sociedades anônimas, ideias que passam ser expostas.

Hart disserta sobre como a estrutura de capital se relaciona com o poder de controle:⁴⁶¹ a decisão entre se financiar através de uma linha de crédito (*bonds*) ou emitir ações em proporções iguais ou diferentes de direito de voto (*voting and non-voting shares*);⁴⁶² as complexidades

459 GOUVÊA, Carlos Portugal. **A Estrutura da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

460 COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Ed. Forense. 2005.

461 HART, Oliver D. **Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations**. *The Canadian Journal of Economics*, v. 21, No. 3 (1988), pp. 467-476.

462 Considera dois casos na tentativa de aquisição do controle do grupo I pelo grupo R (mais eficiente): um que adota uma emissão de *one-share one vote rule*; e outro que

de se prever em um contrato social os cenários possíveis em que uma companhia operará no futuro;⁴⁶³ e até como alinhar os interesses com os seus administradores e os custos de agência nisso envolvidos.

A governança corporativa é, portanto, o estudo do exercício do poder de controle do acionista controlador, no caso de companhias com controlador definido; ou dos administradores, no caso de companhias com capital disperso. Nestas, a estrutura de propriedade de capital com ações de direito de voto pulverizadas no mercado dá aos administradores o efetivo poder de controle da companhia,⁴⁶⁴ gerando relações entre acionistas, conselho de administração e diretoria que traz seus próprios desafios, dentre eles, a fiscalização do trabalho dos administradores e o alinhamento de seus interesses com os acionistas.

Hart discute maneiras e incentivos econômicos de se promover esse alinhamento, indicando que os acionistas precisam criar mecanismos para limitar o que chama de *managerial excess*,⁴⁶⁵ para que não fiquem totalmente à mercê da eficiência ou ineficiência de gestão. Do lado de alinhamento, há a possibilidade de criação de incentivos de performance, como bonificação em participação acionária; do lado dos limites, pode-se observar a própria estrutura de governança da companhia: o conselho de administração.

O autor ressalta que o conselho deve fiscalizar a atuação dos administradores, de forma que a administração seria um agente do conselho, enquanto o próprio conselho não possui, necessariamente, a atribuição de agentes dos acionistas. Em companhias com

adota metade das ações com direito de voto e metade sem direito de voto. O exercício demonstra que *R* tem menos incentivos para adquirir o controle de *I* em uma estrutura em que parte das ações não possui direito de voto, demandando de uma eficiência e potencial de geração de valor maior no segundo cenário. GROSSMAN, S.; e HART, Oliver D. ***One-share / one-vote and the market for corporate control***. *Journal of Financial Economics*. 1988.

463 “It is very hard for the charter-writer to anticipate the future environment in which the firm will operate (how many charter-writers fifty years ago anticipated the widespread use of green-mail, poison pills, etc.?). So we must ask whether there are other mechanisms that protect shareholders from managerial excess”. HART, Oliver D. *op. cit.*, pp. 467-476.

464 HART. *op. cit.*, 1988; e GOUVÊA. *op. cit.*, 2022.

465 HART. *op. cit.*, 1988.

controlador definido, há a previsão de indicação de conselheiros que representarão os interesses dos acionistas. No caso de blocos de acionistas diferentes que exercem o controle vinculados a acordos de acionistas, estes documentos podem inclusive prever a indicação de um número específico de conselheiros por cada bloco. Porém, além deles, no caso de empresas listadas em níveis de governança mais sofisticados da B3, há a obrigatoriedade de um número mínimo de conselheiros independentes, garantindo certa proteção dos interesses dos acionistas difusos e dos *stakeholders* da companhia de maneira geral.

Dyck e Zingales⁴⁶⁶ buscaram demonstrar empiricamente que países que possuem mais benefícios privados de controle têm mercados de capitais menos desenvolvidos, capital acionário mais concentrado, e as privatizações são menos prováveis de acontecerem por meio de OPAs. Através de uma ampla pesquisa em 39 países e uma amostra de 412 transações de controle, os autores concluíram que o controle corporativo vale, em média, 14% do *equity value*⁴⁶⁷ de uma companhia. Dentre a amostra dos 39 países analisados, o Brasil foi aquele com o maior prêmio de controle nas transações (65%). No Brasil, foram analisadas 11 transações de controle entre 1990 e 2000.

Vale destacar que a Lei nº 10.303/2001 reinseriu a obrigatoriedade do *tag-along* na Lei das Sociedades por Ações no caso de alienação de controle,⁴⁶⁸ garantindo uma proposta de no mínimo 80% do preço

466 DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private Benefits of Control: An International Comparison**. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 59, n. 2, pp. 537-600, 2004.

467 *Equity Value* é entendido como o valor de mercado do capital próprio (ações) de uma companhia, podendo ser calculado multiplicando o preço e a quantidade de ações. Para mais detalhes, ver: DAMODARAN, Aswath. **Estimating Equity Value per Share**. In **Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset** (3ª ed., 2022, Capítulo 16 16). John Wiley & Sons, Inc.

468 Lei das Sociedades por Ações, Lei n. 6.404/86, artigo 254-A, *in verbis*: “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.”

oferecido ao acionista controlador. Na análise de GOUVÊA, mesmo com essa diferença de 20% em relação ao prêmio de controle, o Brasil continua tendo uma das piores colocações em termos de exploração de benefícios privativos do controle. Ademais, a situação em questão pode ser um indício de que o tipo de controle prevalente no Brasil não seria nem o majoritário, na definição de Berle e Means, mas sim o quase totalitário.⁴⁶⁹ De qualquer forma, a mera inclusão na legislação de uma cota de benefícios privativos do controle por si só reforça a tese de que a dispersão de capital não é a realidade no Brasil, mas sim um modelo de controle acionário como regra, alinhando propriedade acionária com controle e poder econômico do acionista majoritário.

Atualmente, Gouvêa sugere que as demandas atuais da ética corporativa e a crescente importância da governança socioambiental não são capazes de se articular com os conflitos sobre os quais os tipos clássicos de controle buscavam analisar. O autor cita novas dinâmicas, como a utilização de ações coletivas (*class actions*) no controle difuso para regulação dos mercados acionários. Em países centrais do capitalismo, como Estados Unidos e Europa, há a utilização desse instituto jurídico para propor ações de indenização contra danos ao acionista minoritário.⁴⁷⁰

Em relação ao estudo acadêmico em países centrais do capitalismo, Bebchuk e Tallarita⁴⁷¹ discutem os impactos de um outro modelo de governança corporativa exercida por executivos, o “*stakeholderism*”, que os encoraja a servir os interesses dos *stakeholders* e não somente os dos acionistas. Após uma análise conceitual, econômica e empírica, a visão dos autores é que esse modelo é inadequado e contraproducente para atingir os objetivos de tutelas os interesses daqueles que não são acionistas, mas são diretamente afetados pelos atos e destino da companhia como pessoa jurídica. Os

469 GOUVÊA. *op. cit.*, 2022, p. 585.

470 GOUVÊA. *op. cit.*, 2022, pp. 604-611.

471 BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. ***The Illusory Promise of Stakeholder Governance***. *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178. Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=3544978> >. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

autores demonstram que a simples inclinação a adotar uma gestão de defesa dos interesses dos *stakeholders* em uma agenda corporativa ESG, e não como um reflexo de planejamento normativo-regulatório de melhorar o tratamento a *stakeholders*.

Nesse ínterim de tutela de interesses difusos, Coffee Jr.⁴⁷² traz uma abordagem mais voltada aos interesses de diferentes tipos de investidores: institucional e de varejo. O autor demonstra como o perfil do investidor na bolsa dos Estados Unidos está em uma tendência de concentração (em relação ao histórico de uma dispersão muito maior do que o observado no Brasil) e consolidação em torno de investidores institucionais. Esse cenário, por sua vez, gera conflitos e potencial lesão ao *retail investor* (“investidor de varejo”), uma vez que o investidor institucional possui uma agenda de “*portfolio investing*” e “*portfolio-wide decisionmaking*”, aceitando perdas em determinados investimentos em prol da sua tese global diversificada, apoiando, inclusive, agendas ESG que não necessariamente são em prol dos melhores interesses dos acionistas, como o “*stakeholderism*”, traçando um paralelo com o trabalho de Bebchuk e Tallarita.

Em relação a estruturas de capital proprietário e poder de controle no Brasil e no mundo, apesar de restar claro que a dispersão de capital representa um modelo de estrutura de companhias sem um controlador definido, o percentual de corte para se definir um acionista controlador ou a ausência dele é objeto de discussão.⁴⁷³

Nesse sentido, o art. 116, inciso ‘a’, da Lei das Sociedades por Ações (“LSA”), a despeito de trazer a previsão e definição de acionista

472 COFFEE JR., John C. *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*. *Columbia Business Law Review*, vol. 602, 2021. Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Como um exemplo do ativismo institucional em ação o autor cita que os mesmos seis acionistas controlam 24% da ExxonMobil e 26% da Chevron, tendo pressionado ambas as companhias sobre temas de emissão de gás carbônico e aquecimento global.

473 Para mais detalhes sobre divergências quanto à definição do percentual adequado para se definir controle, ver LEECH, Dennis. *Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies. Power, Voting, and Voting Power: 30 Years After*, [S.L.], 2013.

controlador,⁴⁷⁴ não reflete a atual conjuntura da governança corporativa no Brasil e as nuances das relações de controle estabelecidas nas Sociedades Por Ações da B3, uma vez que há certa dispersão de capital nas companhias brasileiras, mesmo que incipiente. Salomão Filho esclarece que o art. 116 da LSA trata, em seu inciso ‘a’, o que Berle e Means⁴⁷⁵ qualificam como controle majoritário, e o inciso ‘b’ regulou o que Comparato chama de controle minoritário por absenteísmo. Contudo, conforme demonstrado a seguir, a noção de que o controle de uma companhia é associado à participação majoritária não é adequada para a realidade do mercado de capitais, uma vez que há outras formas de exercício de poder de controle com menos de 50% do capital votante, tendendo pela separação entre propriedade e controle.

Berle e Means⁴⁷⁶ separaram a propriedade acionária do controle societário e exploraram inicialmente conceitos de controle minoritário e controle administrativo ou gerencial; Comparato⁴⁷⁷ adota uma visão de controle como o poder de fato, poder este que transcende as prerrogativas legais da própria assembleia geral, aproximando-se da noção de soberania. Ainda, além de trazer a literatura para o cenário brasileiro, o autor explora outras formas de controle atreladas à realidade local, como a forma de controle minoritária pelo absenteísmo dos acionistas na assembleia geral. Gouvêa,⁴⁷⁸ por sua vez, reúne a literatura clássica sobre o tema, tecendo uma evolução histórica da noção de controle ao longo do século XX e como está o

474 Lei das Sociedades por Ações, Lei n. 6.404/86, artigo 116, *in verbis*: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”

475 BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. ***The Modern Corporation and Private Property***. New York: The Macmillan Company, 1933.

476 BERLE e MEANS, *op. cit.* 1933.

477 COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *op. cit.* 2005.

478 GOUVÊA. *op. cit.*, 2022, capítulo 12.

cenário dos novos tipos de controle societário, sobretudo no que tange ao controle difuso e a nova governança corporativa.

Gouvêa tece diversas considerações acerca da identificação de seis tipos diferentes de controle: o controle totalitário, que regula o conflito entre proprietários e terceiros; o controle majoritário, que regula o conflito entre majoritários e minoritários; o controle minoritário, quando um indivíduo ou um pequeno grupo, é proprietário de uma porcentagem suficiente de ações a ponto de conseguir controlar uma companhia com base nessa propriedade de ações; o controle administrativo ou gerencial, referindo-se ao conflito entre acionistas e administradores; o controle externo, que reflete a formalização das relações jurídicas entre o credor e a companhia; e o controle autônomo, que o autor define como aquele identificado em companhias que tenham adotado o uso de ferramentas de inteligência artificial autônomas de forma preponderante. Para os fins deste estudo, maior enfoque se dará às modalidades de controle majoritário, minoritário e administrativo ou gerencial.

Em mercados mais desenvolvidos como nos Estados Unidos,⁴⁷⁹ é comum se observar companhias governadas pelo chamado controle gerencial ou administrativo, cenário no qual a propriedade acionária é tão amplamente distribuída que nenhum indivíduo ou pequeno grupo pode ser proprietário de um número de ações suficiente para controlar a companhia.⁴⁸⁰⁻⁴⁸¹ Este cenário, contudo, ainda está aquém da realidade e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

479 BERLE e MEANS fizeram um levantamento à época de seu artigo que constatava que 65% das duzentas maiores empresas norte-americanas seriam controladas pelos diretores (controle gerencial) ou por um instrumento legal envolvendo reduzida participação acionária. ROBERT LARNER, em *Management Control and the large Corporation*, posteriormente, realizou uma análise empírica do S&P500, em que 74% das companhias são controladas pelos administradores. Nesses estudos, considerou-se uma participação de no máximo 10% do maior acionista individual para se configurar o controle.

480 BERLE e MEANS. *op. cit.* 2009, p. 78.

481 “O último tipo de controle, na classificação de BERLE e MEANS, e o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada

La Porta *et al.* (1998), ao questionarem a assertiva de Berle e Means sobre o predomínio de capital social altamente pulverizado na bolsa norte-americana, demonstraram que há uma forte presença de concentração de capital em outros países na Europa e na América Latina, tendo concluído, inclusive, que há uma baixa representatividade e, em alguns casos, a própria ausência de companhias sem um acionista controlador definido. Nessa pesquisa, os autores presumiram que o controle seria exercido por acionistas que tivessem participações que somassem 20% ou, alternativamente, 10% do capital social da companhia objeto de análise.⁴⁸²

Por outro lado, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), define, em seu artigo 1.7.2, aquisição de controle como a compra de participação do capital votante igual ou superior a 30%.⁴⁸³ Da mesma forma, o *Takeover Code*, conjunto normativo das companhias listadas na Bolsa de Valores de Londres (“LSE”), define como controle a propriedade de ações que representem, de maneira agregada, 30% ou mais dos direitos de voto de uma companhia.⁴⁸⁴

Portanto, para se definir o percentual acionário necessário para se categorizar uma companhia com controlador definido, utilizou-se como parâmetro a presença de algum acionista com 20% ou mais do capital votante, ou um grupo de acionistas relacionados que atue

a extrema dispersão acionária, **os administradores assumem o controle empresarial de facto**, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.” COMPARATO e SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, 2005, p. 64.

482 LA PORTA, Rafael *et al.* **Corporate Ownership Around the World**. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 54, n. 2, pp. 471-517, 1999.

483 IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015.

484 “Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below), of a company, irrespective of whether such interests give de facto control.” **The Takeover Code**. Londres, ed. 14, 2025.

de maneira conjunta, adequando-se às pesquisas empíricas sobre o tema.^{485,486,487}

Conforme a história do mercado de capitais no Brasil mostra, a concentração de capital sempre foi um traço presente na realidade brasileira, especialmente em torno de grupos familiares.^{488,489} Desde o século XIX, havia distinção entre acionistas titulares do poder de comando e investidores de capital de risco.⁴⁹⁰ Essa postura pode ser observada até hoje, como no absenteísmo de acionistas em assembleia geral.⁴⁹¹ Assim, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro precisa passar por um desafio de superação de mentalidade: acionistas precisam deixar de se posicionar como meros investidores

485 LA PORTA. *op. cit.*, 1999.

486 DIEGUES, Michelle B. **Difusão de Controle: A ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo**. Tese de Láurea (Bacharelado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

487 Apesar da definição de controle como a detenção de 20% do capital votante ter se tornado comum em estudos empíricos sobre o poder de direção das companhias, há dissidências quanto ao percentual de ações necessário para esse fim, conforme notas de rodapé nº 39 e 40.

Além disso, reconhece-se a existência da definição de “pessoa vinculada”, no art. 2º, XV da Resolução CVM 215 como a pessoa que atue em conjunto ou representando o mesmo interesse de outro acionista. Nota-se que há diversas reclamações na CVM para discussão da atuação de pessoa vinculada sem a própria divulgação no FRE da companhia, que são reconhecidas, ou não, como atuação vinculada. Dessa forma, uma possibilidade de aprofundamento do estudo seria analisar quantitativamente as reclamações e seus resultados, para se ter uma maior clareza da efetividade da divulgação de pessoas vinculadas nos FREs das companhias abertas.

488 EIZIRIK, Nelson. **O mito do “controle gerencial” – Alguns dados empíricos**. *Revista de Direito Mercantil*, n. 66, Revista dos Tribunais, 1987.

O estudo mostra que o Brasil em 1985 não possuía nenhum exemplo de companhia de controle gerencial (maior acionista individual com até 10% do capital votante), defendendo que o conceito de controle minoritário de BERLE e MEANS não era aplicável para a realidade brasileira.

489 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, v. III, p.264.

490 “Em todos esses exemplos, transparece nítida a distinção entre empresários e capitalistas, entre titulares do poder de comando na empresa e meros investidores de capital de risco”. COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *op. cit.*, 2005, p. 38.

491 Em 2023, dentre as companhias com no mínimo 70% de ações no *free-float*, a média de quórum de participação em assembleia é de 42,5% do capital votante. Para mais informações, ver MORROW SODALI. **Lighthouse – Brazil – March 2024: Proxy Season in Brazil**. São Paulo: Morrow Sodali, 2024. p. 25 Disponível em: <<https://morrow sodali.com/insights/lighthouse>>. Acesso em: 27 de maio de 2024.

minoritários, e assumirem uma postura ativa de participação em assembleias, tomada de decisão e fiscalização da atividade dos administradores.

Embora o incentivo regulatório na adoção de boas práticas de governança deveria gerar maior dispersão de capital, há indícios de uma tendência de ampliação da base de investidores das companhias, e ela não parece ser resultado da adoção de melhores práticas, mas sim algo inicialmente pretendido pela companhia no momento da listagem do segmento.⁴⁹²

Porém, a despeito dessa singela tendência de desenvolvimento, a realidade atual da bolsa brasileira ainda é de elevada concentração: o IBrX 100, na média, tem um maior acionista ou bloco de acionistas com aproximadamente 47% do capital votante da companhia.⁴⁹³

Tabela 1. Média de concentração de capital por setor

Setores	Média % ON Maior Acionista	# de Companhias	# de Companhias com Capital Disperso
Bens Industriais	54%	14	1
Comunicações	60%	3	0
Consumo Cíclico	35%	31	10
Consumo não Cíclico	51%	13	1
Financeiro	56%	20	2
Materiais Básicos	60%	12	1
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	35%	8	3
Saúde	41%	8	1
Tecnologia da Informação	25%	4	2
Utilidade Pública	52%	19	2
Grand Total	47%	132	23

Fonte: CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Para os fins deste estudo, considera-se que uma companhia tem capital disperso quando (i) a empresa não possui acionista controlador ou grupo de controle definido nos sistemas da CVM; (ii) o maior acionista individual possui menos de 20% do total de ações

492 DIEGUES, Michelle B. *op. cit.* A análise da autora mostra que 45% das companhias de capital disperso que aderiram ao Novo Mercado o fizeram já com capital pulverizado, enquanto aproximadamente 35% o fizeram de maneira equitativamente distribuída em 1,2 e 3 anos, e 20% o fizeram mais de cinco anos depois.

493 Detalhes nas Partes II e III

com direito a voto (“Ações Ordinárias” ou “Ações ON”) de emissão da companhia; e (iii) eventual acordo de acionistas existente não vincule mais de 20% do capital votante.⁴⁹⁴

Agora, passa-se a analisar o retorno das companhias do IBrX 100 nos últimos dez anos, identificando aquelas de capital disperso e como os resultados são impactados por momentos de mercado e dinâmicas internas de cada subsetor.

2. RETORNO DAS COMPANHIAS DE CAPITAL DISPERSO: DESCORRELACIONANDO DISPERSÃO COM MÁ PERFORMANCE

A. METODOLOGIA E RESULTADOS OBSERVADOS

A dispersão de capital em companhias abertas, sobretudo com enfoque nas 100 maiores companhias da B3, constitui o principal objeto de categorização do presente estudo, a fim de analisar o retorno das ações através da valorização ou desvalorização de seus preços nos últimos dez anos.

O IBrX 100 é um índice teórico criado pela B3 que, de acordo com seu Manual de Definições e Procedimentos dos Índices, tem por objetivo indicar o desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.⁴⁹⁵ Pelo seu rebalanceamento ser sempre quadrimestral, utilizou-se os recortes de 31 de dezembro nas análises, evitando desenquadramentos.

A data mais antiga da análise de retornos de ações é 31 de dezembro de 2014, evitando, portanto, quaisquer distorções decorrentes de adequações na forma de divulgação dos índices da B3, uma vez que os procedimentos e regras de divulgação foram padronizados em março de 2014 ao redor do Manual de Definições e

⁴⁹⁴ DIEGUES, Michelle B. *op. cit.*

⁴⁹⁵ Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-b3.htm>. Acesso em: 24 de maio de 2024

Procedimentos dos Índices da B3, conforme histórico de adequações metodológicas dos Índices da B3.

Por fim, o IBrX 100 foi escolhido porque acredita-se que as 100 maiores companhias da B3 trazem um universo amostral suficiente para se analisar companhias de capital disperso e o seu retorno ao acionista ao longo do tempo, sendo que essas 100 companhias representam, também, aquelas de maior liquidez e relevância nacional e internacional para a bolsa brasileira. Nos últimos dez anos, 164 empresas passaram pelo índice.

A análise desses dados busca, por conseguinte, descorrelacionar o retorno positivo ou negativo das ações na B3 com a dispersão de capital de sua base acionária, ou seja, a ausência de um acionista controlador. O ponto central passa, então, pelo afastamento de que a performance de companhias com capital disperso na B3 esteja atrelada à sua estrutura de capital disperso, e busca demonstrar que os setores e subsetores de classificação da B3⁴⁹⁶ estão sujeitos a dinâmicas próprias, fatores socioeconômicos, macroeconômicos e até a eventos externos imprevisíveis.

Para este estudo, considerou-se um universo de 164 empresas que passaram pelo índice IBrX 100 de 2015 a 2024, sendo 132 delas ainda listadas. Destas, identificou-se 30 empresas de capital disperso,⁴⁹⁷ das quais 23 ainda estão na bolsa.

Em relação àquelas que não são mais listadas, dezesseis passaram por processos de fusões e aquisições (“M&As”),⁴⁹⁸ oito tiveram OPAs

496 Conforme divulgação da B3 em seu site oficial. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/>. Acesso em: 24 de maio de 2024.

497 Petro Rio, Localiza, Casas Bahia, PDG Realty, Totvs, Vale, Iochpe-Maxion, Embraer, Equatorial Energia, B3, Lojas Renner, Yduqs, CVC, Gafisa, Cogni, Qualicorp, Vibra, IRB, Brava Energia, Méliuz, Assaí, Petro Recôncavo, Lojas Marisa, Notre Dame Intermédica, Hering, BR Malls, Cetip, Linx, Eletropaulo, Anhanguera Educação.

498 Notre Dame Intermédica, Hering, BR Malls, Cetip, Linx, Eletropaulo, Anhanguera Educação, Grupo Soma, Terra Santa Agro, Fibria, Aliansce, Sulamérica, Smiles, CESP, Locamérica, ALL Logística.

para fechamento de capital por seu controlador;⁴⁹⁹ sete passaram por processos de reorganizações societárias;⁵⁰⁰ e uma faliu.⁵⁰¹

A partir desse universo amostral, buscou-se o último Formulário de Referência (“FRE”) arquivado na CVM de 2024; ou para aquelas não mais listadas, o último FRE anterior ao evento de deslistagem.⁵⁰² No FRE, mapeou-se o controlador ou bloco de controle declarado, se aplicável, ou o maior acionista da companhia. Além disso, observou-se a existência ou não de um acordo de acionistas com exercício de direito de voto em bloco. Após esses filtros e ajustes, enfim encontrou-se o número de 23 companhias de capital disperso ainda listadas na B3.

Em paralelo, houve o levantamento das cotações diárias dos últimos dez anos (2015 a 2024) de todas as 164 empresas analisadas e foram estabelecidos cinco recortes temporais: 2014 a 2024 (“Cenário 1”); 2014 a 2021 (“Cenário 2”); 2014 a 2019 (“Cenário 3”); 2015 a 2020 (“Cenário 4”) e 2019 a 2024 (“Cenário 5”)⁵⁰³.

Esses recortes alternativos aos de dez anos (Cenário 1) foram escolhidos de acordo com o comportamento do Ibovespa.⁵⁰⁴ No Cenário 2, busca-se analisar os retornos em um período de crescimento logo antes de uma estagnação. No Cenário 3, busca-se um cenário sem qualquer efeito da pandemia, seja nos preços ou nas mudanças

499 EDP Energias do Brasil, BR Properties, Arteris, Multiplus, Santos Cruz, Prumo, Getnet, Brookfield.

500 Banco Inter, AES Tietê (2 vezes), Cosan Logística, Lojas Americanas, Natura, Rumo Logística.

501 MMX Mineração.

502 Em alguns casos foi necessário retroceder um ano em relação ao evento de deslistagem, tendo em vista que houve um crescimento de participação do adquirente ou da holding ao longo do tempo, o que atrapalharia a análise.

503 Datas sempre considerando dia 31 de dezembro do respectivo ano.

504 Índice da B3 resultado de uma carteira teórica de ativos correspondentes a cerca de 80% dos negócios e volume financeiro do mercado de capitais brasileiro. O Ibovespa é composto pelos ativos que (i) representam 85% em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN) (*buffer* 90%); (ii) 95% de presença em pregão; (iii) 0,1% do volume financeiro no mercado a vista (lote-padrão); e não são *penny stocks*. Para mais detalhes: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa-b3.htm>.

socioeconômicas que ela gerou. No Cenário 4, busca-se analisar os retornos de um período de crescimento, logo após o retorno do índice ao patamar pré-março de 2020, em um ambiente em que os preços ainda refletiam incertezas sobre o futuro da economia e da sociedade, e já refletiam mudanças nos hábitos de consumo. O Cenário 5, por sua vez, busca analisar os últimos cinco anos, desafiadores em termos macroeconômicos, e que representam certa estagnação no índice.

Gráfico 4. Índice Ibovespa e Cenários (dez/2001 a dez/2024)



Fonte: B3. Elaboração Própria.

Após, equacionou-se o retorno percentual relativo de cada ação no período em relação ao seu preço e proventos pagos.⁵⁰⁵ Assim, foram listadas as 25 companhias com a melhor e a pior performance no período e identificadas aquelas de capital disperso.

Vale destacar, ainda, alguns ajustes: (i) se a companhia foi adquirida por outra companhia listada no período analisado, ela foi excluída da análise, considerando que os seus resultados passarão a ser refletidos no preço da adquirente; (ii) se a companhia teve sua

⁵⁰⁵ Considerou-se na conta do retorno os rendimentos advindos de distribuição de lucros na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Portanto, o cálculo de retorno adotado no presente estudo é a diferença percentual entre a cotação da data inicial e a data final estabelecidas, somada aos proventos distribuídos no mesmo período.

deslistagem por OPA ou cancelamento de registro, considerou-se a última cotação no período posterior à deslistagem ou cancelamento; (iii) se a companhia passou por uma reorganização societária ou mudou de *ticker*, houve um encontro de cotações a fim de que o *ticker* atual reflita o histórico da emissora desde o registro inicial. Por fim, foram excluídas da análise quaisquer ações não-ordinárias que compunham o índice, ou seja, só são consideradas as ações com terminologia “3” na B3 (ABCD3).

Primordialmente, cabe observar o cenário dos dez anos: de 31/12/2014 a 31/12/2024.

**Tabela 2. Maiores contribuições para o IBRX
100 (2014 a 2024)⁵⁰⁶ - Cenário 1**

Nome	Variação (%)	Capital Disperso	Nome	Variação (%)	Capital Disperso
PRIO	8609%	S	ASAI	-60%	S
STBP	1808%	-	CASH	-61%	S
PETR	1178%	-	CIEL	-62%	-
WEGE	965%	-	BRPR	-62%	-
SLCE	862%	-	RAIZ	-67%	-
BPAC	711%	-	PETZ	-68%	-
ELET	621%	-	LIGT	-73%	-
BRAP	564%	-	SEER	-81%	-
SBSP	554%	-	IRBR	-81%	S
DIRR	503%	-	RSID	-82%	-
EQTL	498%	S	DASA	-82%	-
TEND	442%	-	AZUL	-83%	-
AMBP	435%	-	ANIM	-84%	-
CSMG	433%	-	CVCB	-89%	S
ENAT	433%	-	QUAL	-90%	S
CPLE	409%	-	MEAL	-91%	-
RADL	400%	-	GOLL	-91%	-
TAAE	396%	-	COGN	-92%	S
JBSS	376%	-	AMAR	-98%	S
VALE	369%	S	BHIA	-98%	S
B3SA	360%	S	GISA	-99%	S
MRFG	356%	-	NEXP	-100%	-
ENBR	329%	-	AMER	-100%	-
BBAS	306%	-	OIBR	-100%	-
PSSA	301%	-	PDGR	-100%	S
Capital Disperso Total		17%	Capital Disperso Total		40%

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

506 Neste cenário, houve a exclusão de Locamérica, Eletropaulo (capital disperso) e Notre Dame (capital disperso), por terem sido adquiridas no período por outra companhia listada.

Nesse cenário, nota-se que, apesar da companhia de expressivo maior retorno possuir capital disperso (PRIO com 8.609%), apenas 4 companhias, ou 17% da amostra, não possuem um controlador definido;⁵⁰⁷ enquanto do lado das piores performances há 10 companhias com capital disperso, ou 40% da amostra.⁵⁰⁸ Contudo, esse cenário pode trazer falsas percepções, uma vez que essa discrepância não foi encontrada ao analisar períodos internos, conforme se demonstra a seguir.

Tabela 3. Maiores contribuições para o IBrX 100 (2014 a 2021)⁵⁰⁹ - Cenário 2

Nome	Variação (%)	Capital Disperso	Nome	Variação (%)	Capital Disperso
PRIO	4377%	S	IGTI	-24%	-
MGLU	3071%	-	VVAR	-27%	S
LCAM	2175%	-	CRFB	-31%	-
BIDI	859%	-	MILS	-31%	-
SLCE	768%	-	NEOE	-32%	-
ALPA	690%	-	RAIL	-32%	-
TEND	619%	-	GMAT	-33%	-
BRAP	599%	-	UGPA	-33%	-
STBP	576%	-	WIZC	-34%	-
ELET	564%	-	SBFG	-36%	-
WEGE	532%	-	SAPR	-39%	-
POSI	449%	-	RSID	-44%	-
RENT	443%	S	SEER	-56%	-
CSNA	440%	-	AZUL	-58%	-
VALE	416%	S	BRFS	-63%	-
RADL	412%	-	AMAR	-68%	S
BPAN	407%	-	VLID	-73%	-
BRKM	380%	-	MEAL	-77%	-
TASA	377%	-	COGN	-82%	S
EQTL	364%	S	CIEL	-87%	-
B3SA	349%	S	GFSA	-87%	S
MRFG	312%	-	IRBR	-89%	S
TAEE	309%	-	OIBR	-89%	-
PETR	307%	-	NEXP	-95%	-
JBSS	306%	-	PDGR	-100%	S
Capital Disperso Total			20%	Capital Disperso Total	
				24%	

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

507 PRIO (8.609%), Equatorial Energia (498%), Vale (369%) e B3 (360%).

508 Assaí (-60%), Méliuz (-61%), IRBR (-81%), CVC (-89%), Qualicorp (-90%), Cogna Educação (-92%), Lojas Marisa (-98%), Casas Bahia (-98%) e Gafisa (-99%).

509 Neste cenário, houve a exclusão da Eletropaulo (capital disperso) por ter sido adquirida em 2018.

Nesse cenário, de 2014 a 2021, há 4 companhias de capital disperso compondo as 25 melhores performances,⁵¹⁰ versus cinco companhias de capital disperso compondo as 25 piores performances.⁵¹¹ Ou seja, há maior coerência entre a baixa representatividade de companhias de capital disperso na bolsa brasileira e sua participação entre as companhias que melhor e pior performaram, sem uma direção clara de performances inferiores das companhias de capital disperso em relação àquelas de dono.

Cabe observar, ainda, uma repetição de nomes em relação ao Cenário 1, sendo que todas as companhias de capital disperso que aparecem no Cenário 2 também estão presentes no Cenário 1 da amostra. Doravante, com diferentes recortes temporais de cinco anos, com outras dinâmicas macroeconômicas e internas de determinados setores, há uma maior variação nos nomes e quantidades de companhias que compõem as curvas de maiores e menores performances e sua estrutura de capital proprietário.

510 PRIO (4.377%), Localiza (443%), Vale (416%), Equatorial Energia (364%) e B3 (349%).

511 Via Varejo, ou Grupo Casas Bahia (-27%), Lojas Marisa (-68%), Cogna Educação (-82%), Gafisa (-87%) e IRBR (-89%).

**Tabela 4. Maiores contribuições para o IBrX
100 (2014 a 2019) - Cenário 3⁵¹²**

Nome	Variação (%)	Capital Disperso	Nome	Variação (%)	Capital Disperso
MGLU	5118%	-	TASA	16%	-
LCAM	2006%	-	UGPA	12%	-
PRI0	1332%	S	SEER	12%	-
TEND	1169%	-	MILS	9%	-
STBP	723%	-	AMAR	1%	S
ALPA	602%	-	ANIM	-10%	-
ELET	569%	-	GOAU	-11%	-
SULA	512%	-	EMBR	-16%	S
DASA	425%	-	GETI	-17%	-
BIDI	423%	-	COGN	-17%	S
B3SA	417%	S	ARTR	-18%	-
BPAC	406%	-	MEAL	-21%	-
POSI	394%	-	ALLL	-22%	-
SANB	390%	-	VVAR	-27%	S
LREN	382%	S	TESA	-28%	-
RENT	378%	S	RUMO	-39%	-
BPAN	374%	-	BRFS	-42%	-
IRBR	373%	S	RSID	-46%	-
RADL	364%	-	VLID	-47%	-
SLCE	350%	-	GFSA	-50%	S
EQTL	348%	S	CIEL	-56%	-
FLRY	346%	-	NEXP	-75%	-
EZTC	345%	-	MMXM	-86%	-
ENGI	344%	-	OIBR	-87%	-
ELPL	332%	S	PDGR	-98%	S
Capital Disperso Total			Capital Disperso Total		
28%			24%		

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Nesse cenário, de 2014 a 2019, há sete companhias de capital disperso dentre as que melhor performaram;⁵¹³ e seis dentre as que pior performaram.⁵¹⁴ Esse cenário reflete uma realidade de enfrentamento de uma crise econômica nacional e recuperação do mercado de valores mobiliários a partir de 2016, coincidindo com a queda na taxa Selic.⁵¹⁵

Esse recorte, inclusive, é imediatamente anterior à crise de 2020, que alterou consideravelmente os hábitos, consumo e convivência da

512 Neste cenário, houve a exclusão de Brookfield pela deslistagem em 2016 e Anhanguera Educação pela fusão em 2014.

513 PRI0 (1.332%), B3 (417%), Lojas Renner (382%), Localiza (378%), IRBR (373%), Equatorial Energia (348%) e Eletropaulo (332%).

514 Lojas Marisa (1%), Embraer (-16%), Cogna Educação (-17%), Via Varejo ou Grupo Casas Bahia (-27%), Gafisa (-50%) e PDG Realty (-98%).

515 Ver Gráfico 2.

sociedade, mesmo após a superação do isolamento social a partir de 2022. Nele, pode-se observar a presença de companhias diversas da observada nos demais Cenários, com destaque para a lista das que melhor performaram.

Tabela 5. Maiores contribuições para o IBrX 100 (2015 a 2020) – Cenário 4⁵¹⁶

Nome	Variação (%)	Capital Disperso	Nome	Variação (%)	Capital Disperso
MGLU	36990%	-	OIBR	23%	-
PRIO	5620%	S	BRPR	21%	-
LCAM	3138%	-	WIZC	21%	-
BRAP	1464%	-	RDOR	18%	-
TASA	1271%	-	MEAL	17%	-
TEND	1190%	-	NEOE	14%	-
BHIA	1021%	S	IRBR	8%	S
BIDI	1002%	-	AMBP	7%	-
GOLL	890%	-	LEVE	5%	-
USIM	888%	-	ARTR	5%	-
RENT	887%	S	BRKM	5%	-
CSNA	754%	-	ABEV	2%	-
ALPA	706%	-	SMLS	-4%	-
VALE	684%	S	GMAT	-7%	-
GOAU	635%	-	MPLU	-7%	-
DASA	630%	-	UGPA	-12%	-
RAPT	625%	-	BEEF	-19%	-
WEGE	617%	-	COGN	-46%	S
ELET	582%	-	BRFS	-59%	-
JHSF	563%	-	EMBR	-70%	S
B3SA	557%	S	VLID	-72%	-
BPAN	541%	-	GFSA	-75%	S
BPAC	535%	-	PDGR	-76%	S
EZTC	463%	-	CIEL	-78%	-
GGBR	462%	-	NEXP	-82%	-
<i>Capital Disperso/Total</i>		20%	<i>Capital Disperso/Total</i>		20%

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Nesse cenário, de 2015 a 2020, há cinco companhias de capital disperso dentre as que melhor performaram,⁵¹⁷ e a mesma quantidade dentre as que pior performaram.⁵¹⁸ O Cenário 4 traz a reflexão de como o

516 Neste cenário, houve a exclusão de ALL e Anhanguera Educação por terem sido adquiridas ou incorporadas por outra companhia listada; e Brookfield e Santos Cruz pelas deslistagens em 2016 e 2015, respectivamente; e GETI3 foi incorporada em 2016.

517 PRIO (5.620%), Grupo Casas Bahia (1.021%), Localiza (887%), Vale (684%) e B3 (557%).

518 IRBR (8%), Cogna Educação (-46%), Embraer (-70%), Gafisa (-75%), PDG Realty (-76%).

momento de mercado de cada setor e a volatilidade dos mercados como um todo afetam a análise, não podendo estabelecer uma correlação entre má performance e estrutura de capital proprietário. Em 2020, com um cenário adverso mundial, as taxas de juros e inflação estavam em valores mínimos, impulsionando setores como o varejo e serviços.

O Grupo Casas Bahia (BHIA, VVAR ou VIIA), por exemplo, passou de -8% no Cenário 1 para +1.201% no Cenário 4. É nítido que fatores de governança, tomada de decisão e alinhamento interno são fundamentais e refletem resultados positivos ou negativos ao longo do tempo, principalmente observando períodos mais longos. Porém, para se observar esse impacto, é necessário comparar diferentes recortes temporais, uma vez que cada um dos Cenários está refletindo o cenário macroeconômico e de dinâmicas internas de cada setor no período próximo às datas de corte. Isso fica ainda mais nítido quando se compara a variação percentual das más performances. Nos Cenários 3 e 4, a 25ª pior performance é positiva (16% e 23%, respectivamente), evidenciando um período otimista com o mercado de capitais.

Dessa forma, os três Cenários (2,3 e 4), em conjunto, demonstram maior equilíbrio entre boas e más performances, nos quais começam a aparecer evidências de que a correlação entre retornos e dispersão de capital não demonstra qualitativamente se um modelo de governança de controle é melhor ou pior que um modelo de governança de dispersão de capital.

Percentualmente, a amostra está em linha com os números do mercado: das 60 companhias que passaram pela lista de piores performances, 12 possuíam capital disperso (20%),⁵¹⁹ enquanto no universo amostral completo, das 164 companhias, 30 possuem capital disperso (18%). O inverso também se mostra verdadeiro, marginalmente mais próximo, inclusive: Das 59 companhias que passaram pela lista de melhores performances, dez possuíam capital disperso (17%)⁵²⁰. Em

519 Lojas Marisa, Assaí, Grupo Casas Bahia, Méliuz, Cogna, CVC, Embraer, Gafisa, IRB, PDG Realty, Qualicorp e Yduqs.

520 B3, Grupo Casas Bahia, Eletropaulo, Embraer, Equatorial Energia, IRB, Lojas Renner, Petro Rio, Localiza e Vale.

comparação com os 18% da amostra que possuem capital disperso, a proporção de participantes das melhores e piores performances está em linha com a participação das companhias de capital disperso no índice IBrX100.

Portanto, pode-se inferir que a participação de companhias de capital disperso na composição das melhores performances nos períodos dos últimos dez anos não é inferior à participação das companhias com acionista controlador, considerando que apenas cerca de 20% das companhias da amostra se enquadram como companhias de capital disperso.

B. COMPOSIÇÃO DE FATORES QUE IMPACTAM PREÇOS

Através da análise de períodos relativamente longos (cinco e sete anos) para afastar a volatilidade de curtos períodos, fica evidente como as expectativas futuras do mercado, de acordo com a informação disponível no momento,⁵²¹ criam cenários de preço e negociação que podem não se materializar no futuro. Por exemplo, no Cenário 4 ao final de 2020, MGLU estava em uma máxima histórica diante da combinação de sólidos resultados positivos (fatos concretos e informação disponível) e a ideia de que o *e-commerce* seria o modelo de negócios dominante no varejo para o futuro (expectativa futura do mercado). Inserido em um contexto de isolamento social e incerteza quanto ao tempo de duração da pandemia, as informações disponíveis naquele momento fizeram a precificação que gerou o retorno observado no Cenário 4. Porém, o setor de varejo de consumo sofreu consideravelmente nos últimos cinco anos, conforme será analisado no Capítulo III. b. No Cenário 5, MGLU teve um retorno de -94%.

Nota-se, ainda, a repetição de certas empresas no fim da lista: COGN (quatro vezes), GFSA (quatro vezes) e PDGR (três vezes). Esta última, apesar de setores diferentes, pode ser comparada a OIBR:

521 FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, 1970, pp. 383–417.

passou por um processo de recuperação judicial e busca se reorganizar diante de um cenário ruim de passivos e falta de confiabilidade. COGN e GFSA, por sua vez, são exemplos de problemas de gestão interna e disputas societárias externas.

Em síntese, entende-se que a precificação das ações, além de refletir as informações disponíveis e os resultados da companhia, também possui um fator relevante de confiança do investidor e antecipação de futuras expectativas. Nesse ponto, pouca diferença se faz entre companhias com acionista controlador que pratica abusos de poder de controle e companhias sem controlador definido que passam por disputas societárias externas: em ambos os casos, a crise de confiabilidade penalizará o retorno ao acionista. Do mesmo modo, problemas internos de gestão em ambos os casos prejudicam o retorno ao acionista.

Tais problemas evidenciam que os preços também possuem um fator de confiabilidade. A administração da companhia precisa, além de entregar bons resultados, ter a confiança dos acionistas e do mercado para obter retornos no papel.

Assim, apesar de se observar outros trabalhos que abordam o tema através de análises econométricas,⁵²² buscando isolar variáveis de escala, setor, eventos internos, o presente estudo visa se aprofundar em outros fatores que impactam preços, como transparência de informações, expectativas e projeções de cenários futuros, confiança do mercado na administração, alinhamento entre administração e acionista, dinâmicas internas setoriais e escala.

522 Nesse sentido, há estudos acadêmicos de econometria que buscam relacionar o desempenho financeiro das companhias abertas com variáveis de governança corporativa determinadas, como por exemplo, composição do Conselho de Administração, seu grau de independência, e a estrutura de propriedade acionária. Para mais detalhes, ver: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos e FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003, pp. 57-71, 2003. Tradução.; e SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Apesar disso, reconhece-se que, ao se analisar o retorno das ações através do seu preço em determinados períodos, não é possível correlacionar os efeitos de uma variável isolada aos resultados da análise, mas sim considerar que há um conjunto de fatores macro e microeconômicos que impactam o retorno ao acionista. Busca-se, então, demonstrar se as companhias de capital disperso reagem aos efeitos microeconômicos e dinâmicas internas de determinado setor da mesma forma que as companhias com controlador definido.

C. O CENÁRIO DE RETORNOS DOS ÚLTIMOS CINCO ANOS

Tabela 6. Maiores contribuições para o IBrX 100 (31/12/2019 a 31/12/2025 ou desde a listagem e deslistagem) – Cenário 5⁵²³

Nome	Variação (%)	Capital Disperso (>20%)	Nome	Variação (%)	Capital Disperso (>20%)
PRIO	508%	S	EZTC	-76%	-
AMBP	435%	-	MOVI	-78%	-
PETR	273%	-	BRPR	-79%	-
WEGE	227%	-	ALPA	-81%	-
EMBR	185%	S	YDUQ	-81%	S
MRFG	179%	-	ANIM	-82%	-
CMIG	165%	-	LIGT	-82%	-
POMO	154%	-	HAPV	-82%	-
DIRR	138%	-	SEER	-83%	-
STBP	132%	-	MEAL	-88%	-
TESA	118%	-	COGN	-90%	S
SLCE	114%	-	AZUL	-94%	-
CPLE	103%	-	MGLU	-94%	-
JBSS	94%	-	QUAL	-95%	S
BRAP	91%	-	IRBR	-96%	S
GOAU	83%	-	GOLL	-96%	-
VLID	80%	-	CVCB	-97%	S
KLBN	77%	-	DASA	-97%	-
TAEE	76%	-	GFSA	-98%	S
LEVE	76%	-	AMAR	-98%	S
SUZB	75%	-	NEXP	-98%	-
ENAT	70%	-	OIBR	-98%	-
GGBR	65%	-	BHIA	-99%	S
TASA	64%	-	AMER	-100%	-
SBSP	63%	-	PDGR	-100%	S
Capital Disperso/Total			8%	Capital Disperso/Total	
				36%	

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Agora, o cenário dos últimos cinco anos demonstra maiores desafios e piores proporções para as companhias de capital disperso,

523 Neste cenário, houve a exclusão da MMX Mineração por sua falência em 2021.

o que contribui, inclusive, para explicar o Cenário 1 (últimos dez anos). A amostra de piores performances se aproxima dos 40% observados no Cenário 1. 19 das 25 companhias (76%) que aparecem com a pior performance dos últimos cinco anos também estão na pior performance do Cenário 1.⁵²⁴ Isso sugere que a conjuntura socioeconômica do Brasil no período recente pode ter gerado uma situação mais desafiadora para as companhias listadas na B3.

Após se constatar que o cenário macroeconômico e diferentes recortes temporais alteram substancialmente o percentual de companhias de capital disperso em relação àquelas que melhor performaram e àquelas que pior performaram, é necessário observar como as dinâmicas internas de cada setor impactam as companhias de diferentes estruturas de capital proprietário, ou seja, comparando companhias do mesmo subsetor, qual é a sua performance histórica e se a variação dos seus preços está em linha com os eventos setoriais que se têm conhecimento de impacto.

Passa-se, então, à análise de alguns dos setores e subsetores, seus eventos internos e dados macroeconômicos que os impactam, na busca de alguma relação de pior performance das companhias com capital disperso em relação àquelas com controlador definido.

3. SETORES E SUBSETORES: ANÁLISE DE PERFORMANCE E DISPERSÃO DE CAPITAL DIANTE DE DADOS SOCIOECONÔMICOS

Conforme demonstrado na Tabela 1, as companhias de capital disperso estão distribuídas em quase todos os setores da B3, com exceção do setor de Comunicações. Dentre eles, há uma clara concentração no setor de Consumo Cíclico (10 empresas) que, por sua vez, distribui-se em sete subsetores:

524 BR Properties, Ânima Educação, Light, Ser Educacional, International Meal Company, Cogna Educação, Azul, Qualicorp, IRB, Gol Linhas Aéreas, CVC, Dasa, Gafisa, Lojas Marisa, Nexpe, Oi, Grupo Casas Bahia, Americanas, PDG Realty.

Tabela 7. Abertura do Setor de Consumo Cíclico

Setores	Média % ON Maior Acionista	# de Companhias	# de Companhias com Capital Disperso
Bens Industriais	54%	14	1
Comunicações	60%	3	0
Consumo Cíclico	35%	31	10
Automóveis e Motocicletas	38%	2	1
Comércio Varejista	31%	8	3
Construção Civil	33%	10	2
Diversos	34%	7	3
Hoteis e Restaurantes	35%	1	0
Tecidos, Vestuário e Calçados	67%	2	0
Vingens e Lazer	16%	1	1
Consumo não Cíclico	51%	13	1
Financeiro	56%	20	2
Materiais Básicos	60%	12	1
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	35%	8	3
Saúde	41%	8	1
Tecnologia da Informação	25%	4	2
Utilidade Pública	52%	19	2
Grand Total	43%	132	23

Fonte: CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Doravante, dar-se-á destaque a dois subsetores: Educacional (dentro de “Diversos”), com dois exemplos de companhias de capital disperso; e Comércio Varejista, com três.

A escolha desses subsetores se deu por serem aqueles com maior representatividade proporcional de companhias de capital disperso em relação ao total de companhias do subsetor, além de serem os dois subsetores com a maior quantidade dessas empresas dentro do setor de Consumo Cíclico, que, por sua vez, é o setor da B3 com a maior quantidade de empresas de capital disperso com margem (dez empresas, versus três empresas do segundo maior).

Além disso, as dinâmicas internas doravante exploradas, com exemplos positivos e negativos de performances de companhias de capital disperso, trazem reflexões sobre os fatores macro e microeconômicos que impactam cada setor e como eles impactam companhias de diferentes estruturas de capital proprietário, bem como se pretendia observar nos recortes temporais do Capítulo II.

A. SUBSETOR EDUCACIONAL

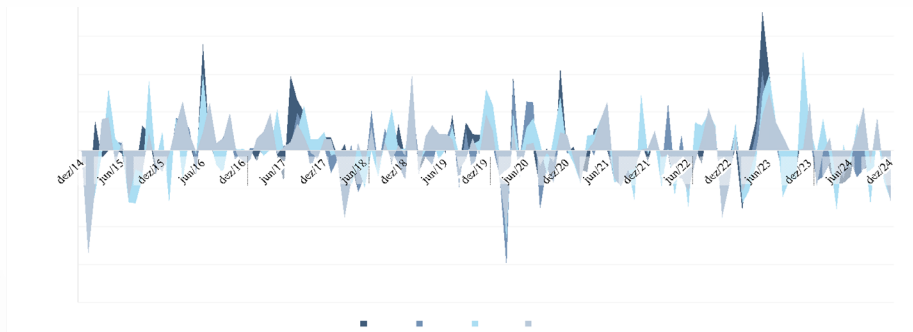
O mercado de educação está listado na B3 dentro do setor de “Consumo Cíclico” e no subsetor “Diversos”. Hoje, é composto pelas companhias: Cogna, Ânima Educação, Ser Educacional e Yduqs. Destas, a participação do maior acionista ou do bloco de controle em cada companhia é, respectivamente: 17%; 30% (acordo de acionistas); 59%; e 15%. Ou seja, nesse subsetor há dois exemplos de companhias de capital disperso em um universo amostral de quatro companhias, Cogna Educação (COGN) e Yduqs (YDUQ).

Gráfico 5. Histórico de Preços do Subsetor Educacional



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 6. Variação Mensal Percentual do Subsetor Educacional (2014 a 2024)



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Ao analisar os Gráficos 5 e 6, é perceptível que, em geral, o comportamento das ações de educação nos últimos dez anos está correlacionado à dinâmica do setor. Até a variação mensal, em sua maioria, segue a mesma tendência: não há fortes variações em sentidos contrários no mesmo mês para ações diferentes, ou seja, eventos que impactam o mercado de educação também impactam a cesta dessas quatro ações equitativamente.

Esse primeiro indício, por si, é positivo para afastar a hipótese de que uma das companhias de capital disperso possui performance completamente desatrelada da dinâmica do setor. Há, ainda, um destaque positivo: YDUQ (capital disperso) teve uma valorização expressivamente maior que seus pares nos últimos dez anos, mesmo sujeita aos eventos situacionais do mercado, apesar de ter uma performance de aproximadamente -50% ao se observar o período 2014-2024.

Ao observar o histórico de preços do setor, os resultados são negativos. Excluindo Yduqs, as três outras companhias sofreram para atingir resultados positivos no período. Em 2020, o setor foi especialmente impactado pela crise da pandemia. Diante da digitalização do trabalho e do ensino, as companhias viram seu produto ofertado ter de se transformar completamente em pouco tempo. Além disso, o ensino superior teve índices de evasão elevados. Dados do Inep e do MEC mostram que a evasão do ensino superior cresceu 13% em 2021, e as matrículas diminuíram 10%, 12%, 3% e 1% em 2020, 2021, 2022 e 2023, respectivamente.⁵²⁵ Isso, portanto, explica a crise estrutural que afeta o setor e, consequentemente, os resultados das empresas. Há, ainda, questões atreladas à regulação e incentivos governamentais, que nos últimos anos passam por mudanças, como uma possível nova regulação do ensino à distância (expectativa do mercado) e o fim do FIES (conjuntura do setor).

525 Dados do Censo da Educação Superior (2023) para instituições privadas com fins lucrativos. O cálculo da evasão escolar foi obtido através do cruzamento entre o número de concluintes de um ano sobre o número de matrículas de quatro anos antes. O aumento percentual leva em conta a variação ano contra ano do número de evasão.

Por outro lado, há também questões conjunturais, como problemas internos de gestão. Em alguns casos, nota-se uma desconexão entre acionistas, executivos e conselho, sobretudo no tocante à remuneração. A Cogna, por exemplo, de 2018 a 2023, teve uma média anual de salário mais bônus em dinheiro de R\$30 milhões versus uma média de remuneração baseada em ações de R\$14 milhões, cerca de 70% da remuneração não alinhada à performance e retorno ao acionista. No mesmo período, o papel teve uma desvalorização de 80%.⁵²⁶ Ademais, problemas na tomada de decisão, execução de processos de aquisição, estratégia de produtos e alavancagem financeira também marcam o cenário especialmente negativo do papel no setor.

Enfim, o subsetor educacional mostra como há exemplos positivos e negativos de gestão em companhias de capital disperso, em comparação somente com seus concorrentes diretos, e como a gestão da companhia impacta substancialmente o retorno ao acionista, e não a sua estrutura de capital acionário. Vale destacar a performance positiva da Yduqs no período, como um exemplo de companhia de capital disperso.

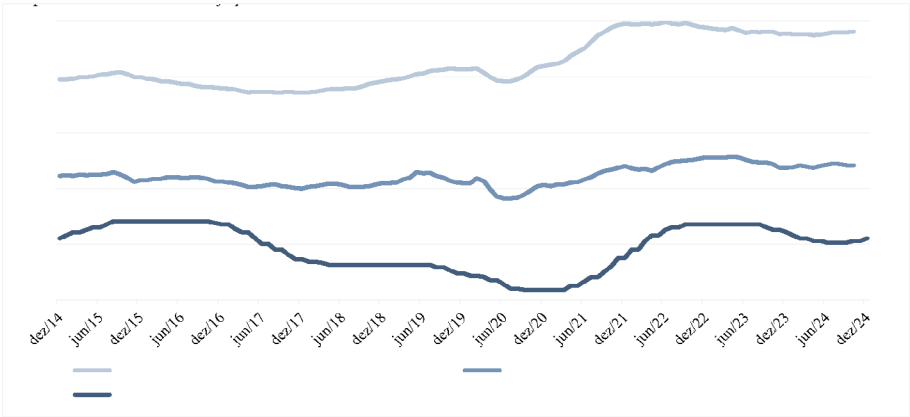
B. SUBSETOR DO COMÉRCIO VAREJISTA

O subsetor do comércio varejista é composto pelas companhias: Lojas Marisa, Americanas, Azzas 2154, Grupo Casas Bahia, Lojas Renner, Magazine Luiza, Petz e Grupo SBF. Destas, a participação do maior acionista ou do bloco de controle em cada companhia é, respectivamente: 6%; 50% (bloco de controle); 38% (acordo de acionistas); 8%; 15%; 62% (bloco de controle); 31% e 38% (bloco de controle). Ou seja, nesse subsetor há três exemplos de companhias de capital disperso em um universo amostral de oito companhias, Lojas Marisa (AMAR), Grupo Casas Bahia (BHIA) e Lojas Renner (LREN).

⁵²⁶ Dados de remuneração da diretoria obtidos dos Formulários de Referência dos períodos, arquivados nos sistemas da CVM. O retorno calculado para COGN leva em conta o período de 31/12/2017 a 31/12/2023

Cabe destacar que o consumo cíclico, em especial o comércio varejista, é especialmente sensível à variação da taxa de juros e ao poder de compra da população. Dessa forma, os últimos cinco anos representam uma dificuldade para o setor, conforme demonstrado no Gráfico 7.

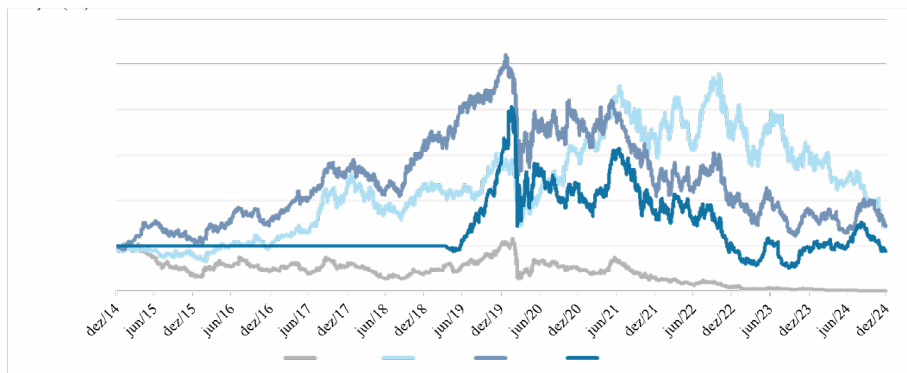
Gráfico 7. Endividamento familiar e taxa Selic (2014 a 2024)



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

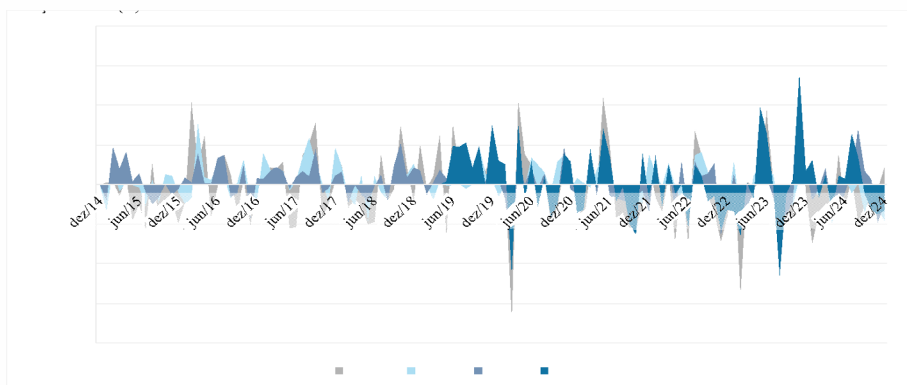
Para melhor percepção de correlação, dividiu-se o subsetor em dois grupos: varejo de moda (AMAR, AZZA, LREN e SBFG) e varejo de consumo (AMER, BHIA, PETZ e MGLU). Nesses grupos, nota-se que algumas performances estão correlacionadas, indicando exposição às dinâmicas do mercado.

Gráfico 8. Histórico de preços do grupo de varejo de moda



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 9. Variação mensal percentual do grupo de varejo de moda



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

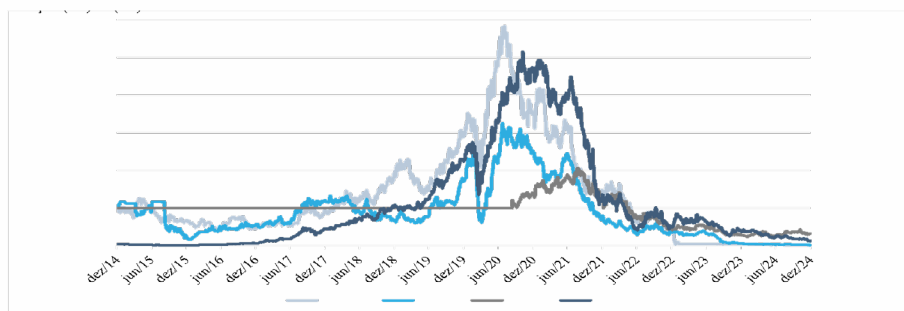
No caso do grupo do varejo de moda, enquanto Lojas Renner teve uma performance muito alinhada com seus pares, Lojas Marisa tem sofrido muito nos últimos dez anos, quase não atingindo qualquer performance acima de seu preço em 2014. No Cenário 1 (2014 a 2024), AMAR tem uma performance registrada de -98%. Esse resultado é puxado pela dinâmica macroeconômica dos últimos cinco anos, conforme o Gráfico 7, mas também por problemas de gestão interna, sobretudo no equacionamento de seu passivo e no posicionamento da marca, o que gerou uma grave crise de desconfiança dos investidores

e, alinhada à série de performances ruins, pressionou o papel nos últimos dez anos.

Lojas Renner, por sua vez, é um exemplo de boa gestão dos administradores alinhada à entrega de bons retornos ao acionista. Até 2019, Renner performou muito melhor que seus pares, tendo sofrido junto com o setor nos últimos cinco anos e entregando performances similares à Azzas 2154, principal conglomerado de moda da América Latina, formado pela fusão entre o Grupo Soma, Hering e Arezzo&Co, controlada via acordo de acionistas das famílias fundadoras dos três grupos, hoje referência para o setor em termos de modelo de negócios.

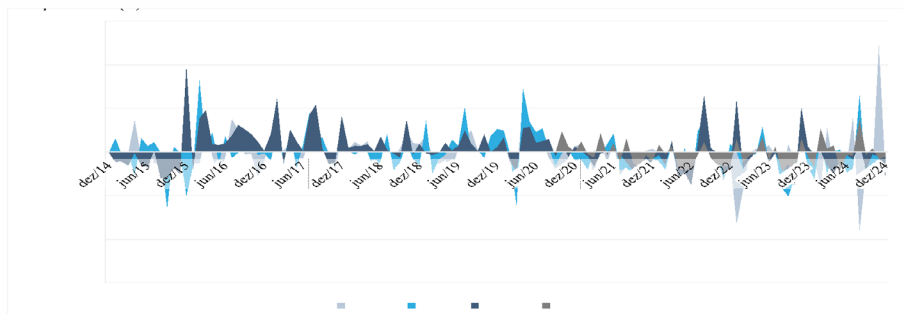
Assim como no subsetor de educação, o grupo de varejo de moda tem exemplos positivos e negativos de retorno ao acionista por companhias de capital disperso, demonstrando que é possível que esse modelo de gestão seja eficiente, ao mesmo tempo em que pode estar sujeito a uma má gestão dos administradores, da mesma forma que companhias com acionista controlador podem estar sujeitas aos mesmos problemas.

Gráfico 10. Histórico de preços do grupo de varejo de consumo



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 11. Variação mensal percentual do grupo de varejo de consumo



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Para o grupo de varejo de consumo, destaca-se que o Grupo Casas Bahia e Americanas tiveram uma performance inferior ao setor. O grupo como um todo apresenta alta volatilidade, carregado sobretudo por Americanas (AMER) e Casas Bahia (BHIA), diante dos cenários de descoberta de fraude contábil e recuperação judicial da primeira, e reestruturação através de recuperação extrajudicial da segunda. Magazine Luiza, por sua vez, possui um histórico de extrema valorização e resultados até 2020, sendo muito penalizada pela desaceleração do *e-commerce* frente aos seus concorrentes e pelo cenário macroeconômico dos últimos cinco anos. Petz, por fim, possui hoje a maior cotação entre as quatro empresas, apesar de também estar em desvalorização frente à sua máxima histórica, em linha com a análise gráfica das demais empresas do grupo.

Em geral, o grupo de varejo de consumo sai penalizado na amostra do Cenário 1 (últimos dez anos) e do Cenário 5 (últimos cinco anos). Portanto, não há evidências claras de que a estrutura de capital acionário disperso do Grupo Casas Bahia contribuiu para um cenário de retornos descorrelacionado da tendência do setor, uma vez que Americanas, companhia com controlador definido, também sofreu com problemas financeiros e de credibilidade, e Magazine Luiza, também companhia com controlador definido, foi penalizada por questões operacionais internas e pelo cenário macroeconômico que afeta o setor nos últimos cinco anos. Ou seja, não se pode atribuir a má

performance do papel do Grupo Casas Bahia à sua estrutura de capital acionário disperso.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar da larga prevalência de companhias com controle concentrado no Brasil, dentre as 100 maiores companhias da B3, há 23 companhias com capital disperso. Nesse ínterim, a elevada concentração de capital nos quadros acionários das companhias e a baixa representatividade daquelas de capital disperso geram um estigma de que companhias sem controlador definido performam pior no país em relação àquelas com um acionista controlador, sobretudo entre investidores institucionais da bolsa de valores.

Porém, após a análise de retornos das ações das maiores companhias da B3 em diferentes recortes temporais dos últimos dez anos, constata-se que o mercado é muito suscetível a fatores macroeconômicos, como a taxa Selic, o apetite de risco dos investidores, o fluxo de capital estrangeiro, o preço das *commodities* e os ciclos políticos nacionais. Portanto, não é possível estabelecer que o modelo de capital disperso é responsável pela má performance das companhias que integram o quadro das 25 maiores desvalorizações nos cenários analisados.

Nota-se, ainda, que as companhias que compõem os respectivos quadros mudaram significativamente entre os cenários analisados, bem como os percentuais de retorno, o que sugere que a melhor abordagem seria comparar empresas do mesmo subsetor, sujeitas às mesmas dinâmicas socioeconômicas internas.

Mesmo assim, ao analisar dois exemplos desses subsetores (educação e varejo), não é possível identificar uma performance de uma companhia de capital disperso descorrelacionada da performance do setor. Ademais, há exemplos nesses subsetores de melhores e piores performances tanto de companhias com controlador definido quanto de capital disperso. Na educação, ambas as companhias que melhor e

pior performaram possuem capital disperso. No varejo de consumo, as duas companhias que pior performaram são uma de capital disperso e outra com acionista controlador. No varejo de moda, há exemplos de uma companhia de capital disperso que entrega sólidos resultados e outra que entrega a pior performance do grupo.

Não se trata de ignorar as dificuldades que um modelo de controle administrativo ou controle minoritário impõe. Através da revisão de debate acadêmico sobre o tema, é fato que as companhias de capital disperso têm grandes dispêndios com custos de agência e estão mais expostas à tomada de decisão dos administradores. Por outro lado, as companhias com controlador definido também enfrentam seus problemas, como os conflitos entre acionista controlador e minoritários e o abuso de poder de controle. Em ambos os cenários há pontos de atenção que devem ser endereçados pela administração e pelas assembleias de acionistas.

A partir das premissas adotadas, análises realizadas e resultados obtidos, uma posterior agenda de pesquisa, em aprofundamento ao tema analisado, pode se voltar ao histórico das 23 companhias de capital disperso, seus conflitos societários e mecanismos jurídicos de estatuto que auxiliam (ou deveriam auxiliar) no bom funcionamento da dinâmica de controle administrativo. Como contrapeso, pode-se analisar casos entre as companhias com controlador definido de abuso de poder de controle, buscando mensurar a efetividade de mecanismos de proteção ao acionista minoritário na prática do mercado de capitais brasileiro.

De todo modo, a dispersão de capital no Brasil ainda é um fenômeno incipiente. A adequada compreensão desse fenômeno e seus efeitos perante bons ou maus resultados passa, necessariamente, pela análise empírica de casos de sucesso e insucesso, de maneira interdisciplinar entre Direito e Economia, para que os mecanismos jurídicos de proteção ao minoritário e contenção de abusos da administração tenham sua eficácia empírica comprovada, ou que a sua possível ineficácia incentive avanços regulatórios.

BIBLIOGRAFIA

Arbex, Pedro. **Minoritários da BRF reclamam de relação de troca com a Marfrig**. *Brazil Journal*. 16 de maio de 2025. Disponível em <<https://braziljournal.com/minoritarios-da-brf-reclamam-de-relacao-de-troca-com-a-marfrig/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

Arbex, Pedro. **Por que as corporations têm falhado no Brasil?** *Brazil Journal*. 19 de abril de 2024. Disponível em <<https://braziljournal.com/por-que-as-corporations-tem-falhado-no-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

B3. **Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3)**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-b3.htm>. Acesso em: 21 de abril de 2024.

B3. **Índice Bovespa (Ibovespa B3)**. São Paulo, 2024. <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa-b3.htm>. Acesso em: 21 de abril de 2024.

Banco Central do Brasil. **Séries temporais e relatórios econômicos**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 20 maio 2025.

Bebchuk, Lucian; e Hirst, Scott. **The Specter of the Giant Three**. *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019. Disponível em: <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/BEBCHUK-HIRST-1.pdf>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Bebchuk, Lucian; Tallarita, Roberto. **The Illusory Promise of Stakeholder Governance**. *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3544978>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Berle, Adolf; Means, Gardiner. ***The Modern Corporation and Private Property***. New York: The Macmillan Company, 1933.

----- . ***Bloomberg Terminal***. Dados financeiros e de mercado. Acesso via plataforma profissional. Acesso em: 20 maio 2024.

Comparato, Fábio Konder; Salomão Filho, Calixto. ***O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas***. Rio de Janeiro: Ed. Forense. 2005.

Costa, Roberto T. ***Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos***. São Paulo: Imprensa oficial do Estado de São Paulo, 2006, p.106.

Damodaran, A. ***Estimating Equity Value per Share***. In ***Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*** (3rd ed., 2022, Chapter 16). John Wiley & Sons, Inc.

Deloitte. ***Custos de operação como companhia aberta***. São Paulo: 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/custo-para-manter-capital-aberto-na-b3.htm>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

Diegues, Michelle B. ***Difusão de Controle: A ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo***. Tese de Láurea (Bacharelado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Dyck, Alexander; Zingales, Luigi. ***Private Benefits of Control: An International Comparison***. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

Eizirik, Nelson. ***O mito do “controle gerencial” – Alguns dados empíricos***. *Revista de Direito Mercantil*, n. 66, Revista dos Tribunais, 1987.

Fama, Eugene F. ***Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work***. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, 1970.

Gouvêa, Carlos Portugal. **A Estrutura da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 103.

Grossman, S.; Hart, Oliver D. **One-share / one-vote and the market for corporate control**. *Journal of Financial Economics*. 1988.

Guimarães, Fernanda. **Operações de fechamento de capital na B3 superam IPOs na última década**. Valor Econômico. 26 de fevereiro de 2025. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/02/26/operacoes-de-fechamento-de-capital-na-b3-superam-ipos-na-ultima-decada.ghtml>>. Acesso em: 16 de maio de 2025.

Hart, Oliver D. **Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations**. *The Canadian Journal of Economics*, v. 21, No. 3 (1988).

Holderiness, Clifford G., **Blockholders are More Common in the United States than You Might Think** (December 23, 2010). *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, ed. 4, p. 75-85, 2010, Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1733802>>. Acesso em: 16 de maio de 2025.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5^a ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015.

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. **The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

La Porta, Rafael *et al.* **Corporate Ownership Around the World**. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

Lerner, Robert. **Management Control and the large Corporation**. *The American Economic Review*, v. 56, n. 4, Part 1, 1966, pp. 777-787.

Leech, Dennis. ***Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies. Power, Voting, and Voting Power: 30 Years After***, [S.L.], 2013.

Macarani, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969-1971**. 2006. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ee/a/4pfWcv_tFyPxkQhfvbDN8crw/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 14 de maio de 2024.

Malan, Pedro; Bacha, Edmar. **30 anos do Real: crônicas no calor do momento**. Organização de Gustavo H. B. Franco. 1. ed. Rio de Janeiro: História Real, 2024.

Morrow Sodali. ***Lighthouse – Brazil – March 2024: Proxy Season in Brazil***. São Paulo: Morrow Sodali, 2024. p. 25 Disponível em: <<https://morrrowsodali.com/insights/lighthouse>>. Acesso em: 27 de maio de 2024.

PwC Brasil. **Abertura de capital no Brasil: Boas práticas para o processo de IPO e o dia a dia de uma companhia de capital aberto**. São Paulo: PwC Brasil, 2022. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/mercado-capitais/2022/PwCBrasil_Guia_IPO_MOBILE_VF.pdf>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

Ragazzi, Ana Paula. **Minoritários questionam preço e timing da oferta pelo Carrefour Brasil**. *Brazil Journal*. 20 de fevereiro de 2025. Disponível em <<https://braziljournal.com/minoritarios-questionam-preco-e-timing-da-opa-no-carrefour-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

Rodrigues, Ana Carolina. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil**. *Scientia Iuris*, Londrina, v.16, n.2, 2012.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 1997, v. 52, n. 2.

Silveira, Alexandre Di Miceli da e Barros, Lucas Ayres Barreira de Campos e Famá, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 10, n. ja/mar. 2003, p. 57-71, 2003.

Silveira, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004

Sousa, Lucy A. **O mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97**. Tese de Doutorado em Economia - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

----- . *The Takeover Code*. Londres, ed. 14, 2025.

Valverde, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, v. III, p.264.

Wolf, Paulo José W.; Oliveira, Giuliano C.; Palludeto, Alex W. A. **O Mercado de Ações no Brasil (2004-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento**. Revista Pesquisa e Debate, v.30, n.2, 2018.