

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**ANÁLISE DE COMO A EMPRESA MRS SE TORNOU ALVO DO
ATIVISMO DE ACIONISTAS, ASSIM COMO AS CAUSAS E
CONSEQUÊNCIAS DESTE ATIVISMO**

LUCAS MARTINS DE MACEDO

JUIZ DE FORA
2017

LUCAS MARTINS DE MACEDO

Análise de como a empresa MRS se tornou alvo do ativismo de acionistas, assim como as causas e consequências desse ativismo.

Monografia apresentada pelo acadêmico Lucas Martins de Macedo ao curso de Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientadora: Dr.^a Heloísa Pinna
Bernardo

Juiz de Fora
FACC/UFJF
2017

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Gerson e Gissele, por sempre darem valor à minha educação e pelo suporte incondicional durante a minha formação acadêmica.

À minha orientadora, Heloísa, pela ajuda e dedicação em todas as etapas cruciais para o desenvolvimento deste trabalho.

Também agradeço todos os amigos e demais familiares pelo incentivo e apoio que me deram nos últimos meses, direta ou indiretamente.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Termo de Declaração de Autenticidade de Autoria

Declaro, sob as penas da lei e para os devidos fins, junto à Universidade Federal de Juiz de Fora, que meu Trabalho de Conclusão de Curso é original, de minha única e exclusiva autoria e não se trata de cópia integral ou parcial de textos e trabalhos de autoria de outrem, seja em formato de papel, eletrônico, digital, audiovisual ou qualquer outro meio.

Declaro ainda ter total conhecimento e compreensão do que é considerado plágio, não apenas a cópia integral do trabalho, mas também parte dele, inclusive de artigos e/ou parágrafos, sem citação do autor ou de sua fonte. Declaro por fim, ter total conhecimento e compreensão das punições decorrentes da prática de plágio, através das sanções civis previstas na lei do direito autoral¹ e criminais previstas no Código Penal², além das cominações administrativas e acadêmicas que poderão resultar em reprovação no Trabalho de Conclusão de Curso.

Juiz de Fora, 05 de julho de 2017.

LUCAS MARTINS DE MACEDO

¹ LEI Nº 9.610, DE 19 DE FEVEREIRO DE 1998. Altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

² Art. 184. Violar direitos de autor e os que lhe são conexos: Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano ou multa.

ATA DE DEFESA DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO

Aos 5 dias do mês de Julho de 2017, nas dependências da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora, reuniu-se a banca examinadora formada pelos professores abaixo assinados para examinar o Trabalho de Conclusão de Curso de LUCAS MARTINS DE MACEDO, discente regularmente matriculado no Bacharelado em Administração sob o número 201246029, intitulado ANÁLISE DE COMO A EMPRESA MRS SE TORNOU ALVO DO ATIVISMO DE ACIONISTAS, ASSIM COMO AS CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS DESTE ATIVISMO. Após a apresentação e consequente deliberação, a banca examinadora se reuniu em sessão fechada, considerando o discente _____. Tal conceito deverá ser lançado em seu histórico escolar quando da entrega da versão definitiva do trabalho, impressa e em meio digital.

Juiz de Fora, 05 de julho de 2017.

Profa. Heloísa Pinna Bernardo
Orientadora

Prof. Fabrício Pereira Soares

Profa. Elida Maia Ramires

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Efeitos Entrincheiramento - Alinhamento e o Grau de Concentração Acionária.....	30
Figura 2 – Mapa da MRS.....	51
Figura 3 - Porcentagem das Ações Preferenciais e Ordinárias entre Principais Acionistas (1996).....	53
Figura 4 - Porcentagem das Ações Preferenciais e Ordinárias entre Principais Acionistas (2017).....	54
Figura 5 – Margem de Lucro MRS.....	60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Ferrovias que Compõe o Sistema Ferroviário Brasileiro.....50

Tabela 2 – Processos do Clube SUDFER contra a MRA Logística S.A.....64

Tabela 3 – Processos do MRS Logística S.A. contra o Clube SUDFER....64

RESUMO

O presente trabalho buscou compreender os fatores que levaram a MRS Logística S/A a se tornar alvo de ativismo de acionistas, à luz da teoria financeira e dos fatos históricos.

Entre as teorias e temas levantados neste trabalho, estiveram presentes: Teoria da Agência, Teoria do *Stakeholder*, Ativismo Acionista, Governança Corporativa, estratégias de alinhamento Agente-Principal, Estrutura de Propriedade e o Efeito Entrincheiramento.

Esta pesquisa condiz com a crescente importância da ponderação dos impactos de decisões gerenciais sobre sociedade, funcionários, ambiente, governo e acionistas, ou seja, os impactos sobre todos os *stakeholders* de uma organização.

Entre os aspectos mais relevantes deste caso em questão, tem-se a presença de relações de *board interlocking*, a estrutura de propriedade e controle concentrada e a influência positiva tanto de fatores históricos, tais como a aplicação do Programa Nacional de Desestatização, quanto estruturais, como a estrutura piramidal de controle que a MRS Logística se encontra, como fomentadores de conflito entre a empresa e a SUDFER.

Este trabalho pretendeu analisar as causas e consequências do ativismo acionista na empresa MRS, levantando informações que possam ajudar a avaliar de quais formas o ativismo acionista impacta a distribuição de lucros entre acionistas e na tomada de decisões estratégicas por parte dos gestores da empresa e *stakeholders*.

Palavras-chave: Ativismo Acionista; Conflito de Agência; Entrincheiramento; *Board Interlocking* e Estrutura de Propriedade.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 Contextualização e problema de pesquisa	8
1.2 Objetivos	9
1.2.1 Objetivo Geral	9
1.2.2 Objetivos Específicos.....	9
1.3 Justificativa de Pesquisa.....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 Estrutura de Propriedade e Conflito de Interesses.....	12
2.2 Teoria da Agência.....	18
2.3 Efeito Entrincheiramento.....	26
2.4 Board Interlocking.....	31
2.5 Ativismo de Acionista.....	38
2.5.1 Teoria da Agência-Stakeholder e o Ativismo de Acionistas	40
2.5.2 Histórico do Ativismo de Acionistas no Mundo	42
2.5.3 Ativismo de Acionistas no Brasil.....	45
3 METODOLOGIA DE PESQUISA.....	46
3.1 Elaboração de Roteiro e coleta de dados.....	47
4 O CASO DA MRS.....	49
4.1 Contexto Histórico e Caracterização da Organização	49
4.1.1 Estrutura Organizacional Geral	52
4.2 A SUDFER.....	58
4.2.1 Conflito SUDFER x MRS	59
5 RESULTADOS	67
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	71
7 REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e problema de pesquisa

Berle e Means (1932) em seu trabalho seminal sobre a natureza da firma levantam a importância de serem consideradas as complexas relações de interesses que norteiam as organizações modernas. De acordo com os autores, as organizações contemporâneas em muito diferenciam-se da clássica empresa regida por apenas um proprietário, que também era seu administrador.

A pesquisa de Jensen e Meckling (1976) corrobora com esta visão, à medida que reflete sobre o papel que a divisão entre controle e propriedade tem de moldar as complexas redes de relações, interesses e conflitos presentes nas empresas contemporâneas. A clássica visão da firma como uma “caixa preta”, um conceito introduzido pela teoria neoclássica da firma e abordado de forma crítica por Berle e Means (1932), descreve a empresa como um sistema fechado e complexo dos quais se conhecem apenas seus inputs e outputs, cujo propósito seria atender interesses de diversos atores. Jensen e Meckling (1976) destacam a insuficiência que esta descrição da firma como uma “caixa preta” tem em relação a sua capacidade de explicar as origens e a dinâmica dos conflitos oriundos da separação entre propriedade e controle das empresas modernas.

Dada a importância da abordagem destes temas para a melhor compreensão da dinâmica de conflitos entre *stakeholders* e gestores, alinhada ao conflito de interesses identificado entre acionistas minoritários (representados pela SUDFER) e majoritários (principais controladores) da MRS Logística S/A, foi levantado o problema de pesquisa: **Como a MRS se tornou alvo do ativismo de acionistas, quais as causas e consequências desse ativismo?**

Este estudo contribui com as pesquisas sobre ativismo de acionistas, à medida que destrincha como ocorreu o conflito entre a MRS Logística S.A. e o clube de investimentos SUDFER, que é um investidor institucional minoritário da MRS Logística formado por funcionários, ex-funcionários e aposentados da antiga Rede Ferroviária Federal S.A..

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral:

O seguinte trabalho tem como Objetivo Geral descrever como ocorreu o ativismo acionista na empresa MRS Logística S.A, levantando características, compreendendo as causas e consequências deste ativismo à luz de fundamentos teóricos.

1.2.2 Objetivos Específicos:

Para alcançar o objetivo geral desta pesquisa, foram levantados os seguintes objetivos específicos:

- Demonstrar a origem do conflito, no caso específico da empresa;
- Identificar os interesses envolvidos no conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários;
- Destacar as relações existentes entre os gestores e os acionistas controladores (conselho de administração);
- Comparar o caso em questão com as previsões teóricas que justificam a ocorrência de ativismo acionista em empresas;
- Avaliar a dinâmica de ação dos ativistas e a respectiva reação dos acionistas majoritários e gestores.

1.3 Justificativa de Pesquisa

É notória a preocupação que empresários e acionistas possuem com o impacto negativo que suas ações possuem sobre a sociedade e outros *stakeholders*, tendo em vista o potencial destrutivo que ações gerenciais podem ter sobre a imagem pública da empresa.

A abrangência dos meios de comunicação atuais faz com que as decisões organizacionais com impactos negativos aos acionistas e à sociedade passem cada vez menos despercebidas. Por consequência, a tomada de decisões dos gestores deve levar em conta as expectativas e demandas das entidades as quais elas impactam, assim como o meio em que a empresa está inserida (FREEMAN, 1984).

Por sua vez, o campo de estudos sobre ativismo acionista no contexto da responsabilidade ambiental e social corporativa é relativamente novo e está sendo cada vez mais discutido no meio acadêmico, criando assim uma oportunidade ampla de exploração de novos tópicos, como demonstra a pesquisa de Sjöström (2008). A compreensão das causas que levam ao surgimento do ativismo acionista também permite um entendimento mais completo dos conjuntos de fatores que geram os conflitos de agência nas empresas (HILL; JONES 1992).

Os estudos que abordam o ativismo de acionistas e as relações conflituosas entre empresas e *stakeholders*¹, tais como os de Hill e Jones (1992), de Sjöström (2008), Goranova e Ryan (2014), entre muitos outros, tem o potencial de explicar tais fenômenos e oferecer soluções para problemas decorrentes destes.

O tema de pesquisa se mostra relevante também, de acordo com Crisóstomo e Gonzalez (2006), devido à relativa escassez de pesquisas sobre ativismo acionista voltadas a mercados em desenvolvimento, sendo a maioria dos estudos concentrados em países desenvolvidos e economias anglo-saxões (VALADARES e LEAL, 2000). De acordo com estes autores, no Brasil tal escassez se justifica pela dificuldade em obter dados sobre ativismo de acionistas, pois o mercado acionário brasileiro ainda se

¹Stakeholder: Parte interessada. Pode ser definido como a totalidade dos agentes, individuais ou não, que afetam ou são afetados, direta ou indiretamente, pelas políticas e decisões de uma empresa. (JENSEN, 2001)

encontraria em processo de amadurecimento, caracterizando-se assim como um ambiente com ausência de pequenos investidores e forte concentração acionária, corroborado pelos achados de La Porta *et al.* (1998).

Os temas abordados por esta pesquisa tornam possível a análise de um caso real, confrontando-o com teorias que regem as relações agente-principal e principal-principal, procurando confirmar aspectos destas teorias e fornecendo material para pesquisas mais aprofundadas sobre o tema no futuro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo visa fornecer os principais conceitos teóricos que se relacionam com o ativismo de acionistas, servindo de suporte para a compreensão aprofundada do conflito entre MRS Logística S.A. e SUDFER. Esta sessão é dividida em cinco tópicos. O primeiro apresenta conceitos relativos a estrutura de propriedade e sua relação com conflitos de interesses. O segundo se dedica a explorar o conceito da Teoria da Agência e sua importância na compreensão de conflitos organizacionais. O terceiro define o Efeito Entrincheiramento e analisa seus impactos. A definição de *Board Interlocking* e seus impactos são abordados no quarto tópico. O quinto tópico, dividido em três subtópicos, se dedica a definir e levantar um panorama geral do Ativismo de Acionistas, relacionando-o com a teoria da Agência-*Stakeholder*.

2.1 Estrutura de Propriedade e Conflito de Interesses

A estrutura de propriedade de uma empresa possui grande influência sobre a probabilidade de ocorrência de conflitos internos, como sugerem Berle e Means (1932) ao levantar questões relativas à separação entre capital e controle de firmas.

Berle e Means (1932) buscaram em seu estudo seminal, entre outras questões, definir o conceito de firma deixando claro que as concepções de estruturas de propriedade e controle clássicas não eram mais capazes de representar fielmente as empresas contemporâneas. Os autores assumem que a maior parte das firmas pode ser definida como entidades de propriedade pulverizada e que apresentam, conseqüentemente, uma divisão entre quem é seu proprietário e quem toma as decisões gerenciais.

Estudos posteriores, conduzidos por autores como Jensen e Meckling (1976) e Morck *et al.* (1988), deixam mais clara a forma com que esta divisão entre capital e controle influencia a possibilidade de expropriação do acionista pelo gestor.

Jensen e Meckling (1976), ao explorar as características das dinâmicas que regem as relações contratuais entre indivíduos que constituem a firma, relataram a possibilidade que a maior concentração de propriedade com direito a voto nas mãos de gestores deva causar um alinhamento entre os interesses dos controladores e dos gestores da firma.

A literatura atual, apoiada por trabalhos como os de Jensen e Mecking (1976), Morck, *et al.* (1988), Claessens *et al.* (2002) e Dami *et al.* (2007), demonstra que o grau de concentração acionária com poder de voto nas empresas possui dois efeitos principais.

O primeiro é o efeito incentivo (também conhecido como efeito alinhamento), que correlaciona positivamente o nível de concentração acionária da empresa com o seu valor de mercado (ou performance). O segundo, por sua vez, é o efeito entrincheiramento que, contrapondo esta lógica, afirma que a partir de determinado nível de concentração acionária o valor da empresa medido pelo mercado começará a diminuir, devido a maior possibilidade dos acionistas majoritários controlarem a tomada de decisões da empresa visando benefício próprio e expropriando outros acionistas (MORCK *et al.*, 1988; STULTZ, 1988).

Observa-se que empresas com maior concentração de capital e controle apresentam uma maior probabilidade de sofrerem de conflitos entre seus proprietários, devido ao maior risco de expropriação dos acionistas minoritários por acionistas majoritários observado neste tipo de estrutura (VALADARES e LEAL, 2000; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA, 2004; CAIXE e KRAUTER, 2013).

Embora a pesquisa sobre a natureza da firma e a questão da divisão entre propriedade e controle de Berle e Means (1932) tenham sido um marco na forma de se estudar a dinâmica de funcionamento interno das empresas, tendo sua visão de firma cujo controle é altamente pulverizado prevalecido por bastante tempo em estudos acadêmicos sobre o tema, La Porta *et al.* (1999) observa uma contradição entre as evidências empíricas de seu estudo sobre a estrutura de propriedade e controle das firmas e a visão de empresas de controle altamente pulverizado defendida por Berle e Means (1932).

Na visão de La Porta *et al.* (1999), existem em abundância empresas que apresentam concentração de propriedade e controle alta. As empresas de propriedade altamente pulverizado de Berle e Means (1932) são, de acordo com La Porta *et al.* (1999), apenas um grupo comumente observado entre empresas de grande porte de países da *common law*. Em complemento, La Porta *et al.* (1999) apontou uma correlação fortemente negativa entre a concentração de propriedade com direito a controle de uma empresa e a qualidade dos mecanismos de proteção legal a investidores em um determinado país.

A partir das análises da influência da estrutura de propriedade sobre a probabilidade de ocorrência de conflitos, a pesquisa sobre empresas brasileiras conduzida por Valadares e Leal (2000), apoiada pelo estudo sobre concentração de propriedade em diversos países realizado por La Porta *et al.* (1998), destacou uma correlação positiva entre expropriação de acionistas minoritários por majoritários e a concentração das ações com direito a voto de uma empresa.

As pesquisas de Morck *et al.* (1988) e Marques *et al.* (2015), por sua vez, observaram uma relação negativa entre o aumento da concentração do direito de voto e o valor de mercado da empresa, observando que a concentração de propriedade e controle, a partir de determinada medida, deixa de gerar ganhos relacionados ao fenômeno de alinhamento. O impacto negativo que a concentração de capital com direito a controle tem sobre o valor da empresa deixa-a mais vulnerável à ocorrência de ativismo de acionistas, principalmente aquele praticado por investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos multimercado, que buscam lucrar com a implementação de melhorias nas estruturas de governança de empresas (GORANOVA; RYAN, 2013).

O estudo de Goranova e Ryan (2013), ao analisar o papel que o ativismo de acionistas desempenha sobre políticas de governança empresarial, demonstrou que este ativismo ocorre com maior frequência em empresas com problemas em sua estrutura de governança, conselhos ineficientes e entrincheirados, administração pouco incentivada e de baixa performance. A questão da baixa performance demonstra a íntima relação que a estrutura de propriedade empresarial possui sobre a ocorrência de ativismo de acionistas com viés financeiro, já que esta baixa performance se justifica em parte pelo efeito entrincheiramento, fruto de estruturas de propriedade e controle mais concentrados (GORANOVA; RYAN, 2013).

No entanto é importante destacar, com base na premissa do efeito alinhamento de Jensen e Meckling (1976) e de acordo com o estudo de Faleye (2004), que os gestores com maior proporção do total de ações lidam com uma maior parcela das consequências de quaisquer atos de expropriação que eles possam realizar à empresa. Devido a isso, segundo Faleye (2004) e Goranova e Ryan (2013), empresas com maior concentração de propriedade nas mãos de seus gestores seriam menos propensas ao ativismo de acionistas,

já que sofreriam menos com custos de agência e demais consequências negativas associadas às questões de desalinhamento de interesses.

No contexto brasileiro, as evidências empíricas oferecidas pela pesquisa sobre estruturas de propriedade empresarial conduzida por Valadares e Leal (2000) demonstra elevada concentração de controle acionário, elevando assim a importância do estudo de mecanismos que permitam maior transparência e monitoramento de acionistas majoritários por minoritários, a fim de minimizar os conflitos entre proprietários.

La Porta *et al.* (1998) mostra uma forte correlação negativa entre concentração de propriedade e qualidade da proteção legal a investidores. Entre as causas para este relacionamento, os autores apontam que, quando a legislação não protege investidores, estes necessitam que gestores se empenhem em fornecer o retorno de seus investimentos. A concentração de propriedade sob controle destes gestores passa a ser necessária para que estes ajam de forma alinhada ao interesse dos demais acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1986).

Assim, em países de jurisdição ineficiente na proteção de investidores, os benefícios de uma estrutura de propriedade e controle concentrados na mão de gestores passariam a ser maiores que os riscos oriundos da concentração de propriedade e controle, justificando a formação de estruturas de propriedade mais concentradas (LA PORTA, 1999).

Valadares e Leal (2000), em seu estudo sobre propriedade e controle de empresas brasileiras, mostraram a partir de dados referentes ao ano de 1996 que das 325 empresas brasileiras não financeiras listadas na BM&F BOVESPA, 62,5% apresentavam um acionista individual que possuía ao menos 50% do capital votante da empresa. O maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas detinham, respectivamente, 58, 78 e 82% das ações com direito a voto das companhias analisadas. Os autores, enfim, relacionaram positivamente a concentração acionária e o risco de conflitos do entre grupos de proprietários, indo de acordo com estudos posteriores de Dharwadkar *et al.* (2000) e Okimura *et al.* (2007).

Okimura *et al.* (2007), complementa a pesquisa de Valadares e Leal (2000), explorando quais são os maiores acionistas controladoras de empresas brasileiras e qual

a proporção de controle cabe, em média, a cada um deles. Okimura *et al.* (2007) observam que, no período de 1998 a 2002, de 891 empresas analisadas, em média 47,1% do controle se encontrava nas mãos de famílias ou indivíduos, havendo um número significativo de controladores privados nacionais (18,5%) e privados estrangeiros (27,9%). Fundos de pensão, representam aproximadamente 5%. Bancos e instituições financeiras (IF's) constituem menos de 1% do número de empresas controladas.

A concentração de capital na mão de poucos grupos familiares, estruturas de propriedade piramidais e a prevalência em geral da concentração da propriedade e controle das empresas, foram apontadas por Dharwadkar *et al.* (2000) como fatores positivamente relacionados ao surgimento de conflitos entre proprietários.

Além de uma estrutura de propriedade caracterizada pela concentração de controle nas mãos de famílias, indivíduos, instituições privadas nacionais e estrangeiras (OKIMURA *et al.*, 2007), outra característica de destaque no Brasil é a separação entre direito de controle e de direito sobre fluxo de caixa devido a uma grande emissão de ações preferenciais, conforme destacado por Leal *et al.* (2002).

A separação das ações em dois tipos (preferenciais e ordinárias) permite que um determinado acionista detenha uma parcela relativamente grande do controle da empresa sem necessariamente possuir uma grande proporção dos ativos com direitos sobre fluxos de caixa (VALADARES e LEAL, 2000). Essa separação permite um controle da companhia com um número de ações relativamente pequeno, diminuindo assim o impacto negativo que decisões não potencializadores de valor teriam sobre os seus controladores, além de reduzir quaisquer efeitos positivos advindos do efeito alinhamento (JENSEN e MECKLING, 1976; BEBCHUK *et al.* 1999).

Silveira *et al.* (2004) complementa a questão levantada por Valadares e Leal (2000), ao observar em sua pesquisa que a emissão de duas classes de ações poderia ser utilizada por gestores majoritários como uma ferramenta de manutenção do controle sobre a empresa. Bebchuk *et al.* (1999) destaca, além da separação de ações em dois tipos, a utilização de estruturas de propriedade cruzada e as estruturas de propriedade piramidais como ferramentas que gestores utilizam para permanecer com o controle majoritário na empresa. Os autores nomeiam esse padrão de concentração de propriedade de CMS

(*controlling-minority structure*), que são estruturas baseadas no controle da companhia por parte de um grupo de *stockholders* minoritários. As CMSs são comuns fora dos Estados Unidos, sendo relacionadas a países em desenvolvimento onde existe abundância de conglomerados controlados por famílias.

As pesquisas de Sjöström (2008) e Marques *et al.* (2014) também destacam a importância que o amparo legal de um país possui para a formação e manutenção de estruturas de propriedade menos concentradas, além do papel destes mecanismos legais sobre a proteção de acionistas minoritários. A Lei da S/A, de acordo com Neto (2014), foi um marco importante ao definir a forma com que estruturas de propriedade poderiam ser estabelecidas em empresas brasileiras, possuindo impacto positivo no que tange a prevenção de conflitos entre acionistas.

Por fim, Neto (2014) relata que quando o estudo de Valadares e Leal (2000) sobre a concentração da estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras havia sido realizado, a Lei da S/A ainda previa que do número total de ações detidas pelas companhias até dois terços poderiam ser preferenciais. Dada esta regra, um acionista poderia ser majoritário com apenas um sexto do número total de ações em circulação da companhia, ou seja, 16,67% do total. Porém, com a promulgação da Lei 10.303 no ano de 2001, alterando a Lei das S.A.s, a empresa fica limitada a disponibilizar até, no máximo, 50% do total de suas ações na forma de ações preferenciais, minimizando a criação de CMSs (BEBCHUK *et al.*, 1999).

Pesquisas relativas aos efeitos da concentração de propriedade e controle nas empresas brasileiras (VALADARES e LEAL, 2000; OKIMURA *et al.*, 2007; Marques *et al.*, 2014), aos impactos de estruturas de propriedade piramidal, propriedade cruzada e separação de ações em duas classes sobre acionistas (BEBCHUK, 1999; VALADARES e LEAL, 2000) e os efeitos da legislação sobre as dinâmicas de conflitos na empresa (NETO, 2014) ajudam a esclarecer o papel que a composição e estrutura de controle da empresa tem sobre a ocorrência de conflitos entre proprietários, gestores e *stakeholders*, assim como no valor da empresa e conseqüentemente na probabilidade desta se tornar alvo de ativismo de acionistas.

2.2 Teoria da Agência

Conforme os estudos sobre a natureza das relações contratuais existentes dentro da firma evoluíram, baseados no trabalho de teóricos como Berle e Means (1936), surgiu a necessidade da criação de uma teoria que descrevesse como as dinâmicas de relações e conflitos dentro da empresa emergem e se desenvolvem. O esclarecimento a respeito das razões para o surgimento de tais conflitos entre atores que constituem a firma ajuda a desvendar as origens do ativismo de acionista (JENSEN e MECKLING, 1976; GORANOVA e RYAN, 2009).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a formulação da teoria da agência vem complementar a estrutura conceitual da teoria econômica clássica, que era até então incapaz de descrever em detalhes as relações de interesse e conflito que ocorriam no interior de organizações contemporâneas. A visão clássica da firma, segundo os autores, assumia as empresas como estruturas regidas por um único indivíduo, que atuava como seu administrador e provedor de capital.

O material que se propunha a definir o conceito de firma até então, de acordo com Jensen e Meckling (1976) se aproximava mais de uma teoria dos mercados do que uma teoria que realmente descrevesse como a firma funcionava de fato. Na visão clássica da firma, de acordo com esses autores, a empresa era percebida como uma “caixa preta” cuja função era a maximização do lucro, ou valor presente, através da manipulação conveniente de *inputs* e *outputs*. Jensen e Meckling (1976) destacaram que até então não existia uma teoria que explicasse como os objetivos conflitantes dos participantes individuais gerava o equilíbrio necessário para que a empresa produzisse resultados.

É importante mencionar que o conceito de “caixa preta” foi utilizado para destacar a incompreensão detalhada dos processos que ocorrem no interior da empresa, cabendo apenas a análise dos *inputs* e *outputs* das organizações, sem detalhar a dinâmica de seu funcionamento (JENSEN e MECKLING, 1976). O problema desta abordagem simplificada é que ela não deixava claros os conflitos oriundos da separação entre propriedade e controle típicos de empresas contemporâneas, como sugeriram Berle e Means (1932).

A luz desta nova definição de firma e da questão chave da separação entre controle e propriedade levantada por Berle e Means (1936), Jensen e Meckling (1976) constroem uma visão mais completa da organização. Na visão destes autores, as organizações podem ser definidas como uma ficção legal, ou seja, um constructo no qual um conjunto de contratos entre indivíduos passa a ser tratado como uma espécie de entidade. O objetivo desta ficção legal é servir como ponto de conexão entre as mais diversas relações contratuais entre indivíduos, sejam elas relações de chefe-empregados, acionista-gestor, fornecedor-empresa, entre outras. Estas relações contratuais, na obra de Jensen e Meckling (1976), foram definidas como o conjunto de acordos entre dois indivíduos ou grupo de indivíduos, baseados na troca de incentivos de remuneração, visando a execução de determinada tarefa ou acordo.

É justamente a partir da definição de Jensen e Meckling (1976) do conceito um tanto amplo de firma que o conflito advindo da separação entre propriedade e controle ganha maior destaque e se torna a essência da teoria da agência e dos conflitos de agência, que vem complementar a clássica teoria da firma.

Compreendendo-se a evolução da compreensão da estrutura de propriedade da firma e a questão chave da divisão entre propriedade e controle, pode-se definir a teoria da agência como uma conjectura que explica as relações entre pessoas que detêm o capital e aqueles que administram este capital. Esta teoria se preocupa em esclarecer e resolver conflitos que podem emergir da relação de agência. Esta relação de agência, que é a base da teoria da agência, é um contrato o qual uma ou mais pessoas, que representam o principal, empregam uma outra pessoa, o agente, para executar serviços em seu nome, implicando conseqüentemente na delegação de alguma forma de poder de decisão a este agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Eisenhardt (1989) complementa Jensen e Meckling (1976) ao afirmar que a teoria da agência esclarece e oferece soluções para problemas que emergem quando há uma dificuldade ou é caro do ponto de vista do principal verificar as atividades do agente, seja por fatores como desequilíbrio informacional (IUDÍCIBUS S. D. *et al.*, 2005), seja pelo baixo impacto que os votos de acionistas minoritários podem ter nas reuniões anuais de acionistas.

Sabendo-se que a relação entre agente e principal permite a maximização da utilidade para ambos, supõe-se que cada um deles irá buscar a maximização de sua própria utilidade, ocorrendo o desalinhamento de interesses entre estes dois atores à medida que o agente, buscando maiores ganhos, age em desacordo com os interesses do seu principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

A pesquisa de Jensen e Meckling (1976) relata que estes desalinhamentos de interesses geram conflitos entre principal e agente, que por sua vez se convertem em custos de agência. Os custos de agência são custos relacionados a perdas e ao monitoramento do agente por parte do principal, além de incidirem tanto sobre o principal quanto sobre o agente. Outros custos que também se configuram como custos de agência são aqueles relacionados a incentivos, oferecidos aos agentes, para que estes ajam em melhor acordo com os interesses dos principais.

Porém, Jensen e Meckling (1976, p. 308) sugerem que os custos de agência não são oriundos apenas destes gastos com monitoramento e incentivos, mas sim da soma de:

- Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- Gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- Perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Um ponto importante que alimenta o conflito entre agente e principal, e pode ser um gerador destes custos de agência, é a assimetria de informações. Ela é decorrente da própria função desempenhada pelo agente que, por atuar diretamente na empresa, acaba tendo acesso a informações privilegiadas e estratégicas com maior facilidade. Por atuar diretamente na organização, o agente acaba adquirindo mais informações que o principal a respeito de determinados processos, contratos e operações da empresa. Esta assimetria de informações entre agente e principal aumenta a probabilidade da tomada de decisões

em desacordo com o interesse do principal, sem que este tenha ciência disso (IUDÍCIBUS; MARTINS; CARVALHO, 2005).

Outro ponto crucial para a ocorrência de custos de agência, além da assimetria de informações (IUDÍCIBUS *et al.* 2005), emerge dos diferentes níveis de aversão ao risco que o agente e o principal estão dispostos a tomar (JENSEN; MECKLING, 1976). Jensen e Meckling (1976) exemplificam o poder que estes diferentes graus de disposição a assumir riscos possuem na tomada de decisões por parte dos gestores, destacando as divergências em relação a decisões sobre determinados investimentos por exemplo.

Agentes podem se sentir atraídos a tomar investimentos de maior risco por terem consciência que os custos relacionados ao fracasso do mesmo serão redistribuídos por todos os acionistas. Jensen e Meckling (1976) descrevem como a assunção de maiores riscos por parte dos agentes pode gerar custos de agência (custos de monitoramento, de incentivos aos agentes e de elaboração de contratos, por exemplo) e prejuízos aos principais, além de postularem possíveis características organizacionais que minimizam este risco.

O pressuposto da inexistência de contratos completos que abarquem todas as possíveis situações que podem ocorrer expropriação dos proprietários e o oportunismo dos agentes econômicos, se somam ao impacto que a estrutura de propriedade da empresa desempenha sobre o risco de expropriação de minoritários, sendo estes fatores de risco para o aparecimento de conflitos entre agente e principal, de acordo com Jensen e Meckling, (1976).

Além disso, La Porta *et al.* (1998) destacou que a concentração de controle organizacional como um fator de risco para a ocorrência de conflitos e, conseqüentemente, custos de agência, através do fomento de disputas entre principal e principal. O que ocorre, devido aos autores, é a concentração do poder de controle sobre os fluxos de caixa por um grupo de proprietários controladores cujos objetivos podem não estar alinhados com os objetivos dos proprietários minoritários, criando divergências em relação a políticas e decisões gerenciais adotadas sob influência dos controladores da empresa.

É importante lembrar que estes custos de agência não aparecem apenas em relações entre acionistas e administradores, que são os exemplos onde a relação de agência se apresenta sem sua forma mais tradicional. Estes custos são passíveis de se manifestar em uma ampla variedade de situações, sendo possível seu aparecimento entre quaisquer formas de esforço cooperativo, inclusive aqueles em que não existe uma relação entre agente e principal claramente definida (JENSEN; MECKLING, 1976).

De acordo com Jensen e Meckling, (1976), a possibilidade do surgimento de custos de agência em tão ampla gama de situações advém do próprio fato das relações de agência poderem se estabelecer nas mais diversas formas de esforço cooperativo. Eles destacaram a generalidade do problema entre agente e principal, salientando sua possível ocorrência não apenas em empresas, mas também em universidades, empresas mistas, órgãos públicos, entre outros.

Custos de agência oriundos de concentração de propriedade em países em desenvolvimento, de acordo com Dharwadkar *et al.* (2000), ocorre devido a concentração acionária maior e ao ambiente institucional inadequado ao funcionamento efetivo de mecanismos de governança corporativa, os conflitos do tipo principal-principal ocorriam com maior frequência. Este tipo de conflito, de acordo com Morck *et al.* (1988) ocorre devido à expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários devido a um contexto de baixa efetividade da aplicação de medidas de boa governança corporativa, onde os grandes proprietários assumem controle da firma e privam os acionistas minoritários de seus devidos direitos de retorno sobre suas ações.

Os estudos de Valadares e Leal (2000), Young *et al.* (2008) e Saito e Silveira (2008), que tratam de diferentes questões acerca de problemas de agência, concordam com Dharwadkar *et al.* (2000) ao afirmar que em países em desenvolvimento, assim como o Brasil, principalmente aqueles que não possuem legislações sólidas ou eficientes de proteção aos direitos de acionistas minoritários, ocorrem com mais frequência conflitos do tipo principal-principal.

La Porta (1999) apontou a existência de uma significativa concentração de controle em países da Europa continental, em detrimento de países anglo-saxões. Esta concentração de controle gerencial observada em empresas da Europa continental

demonstra que embora a concentração de propriedade e controle fomente a maior ocorrência de conflitos do tipo principal-principal em países em desenvolvimento, como apontado por Dharwadkar *et al.* (2000) e Marques *et al.* (2015), este não é o único fator que explica o surgimento deste tipo de conflito.

Como destacado anteriormente e sustentado por Yong *et al.*, (2008), uma legislação eficaz de proteção aos acionistas minoritários e a existência de um ambiente favorável para o correto funcionamento de boas políticas de governança corporativa diminuem o risco de expropriação de minoritários. De acordo com Yong *et al.*, (2008), é justamente a união de concentração de controle com a proteção ineficaz dos minoritários e o ambiente desfavorável a boas prática de governança que gera os conflitos do tipo principal-principal observados com frequência em economias em desenvolvimento.

A análise global do conteúdo de artigos e estudos sobre ativismo de acionistas demonstra em grande parte a mesma interface teórica das relações de agência (SJÖSTRÖM, 2008). A pesquisa de Sjöström (2008), descreveu o ativismo de acionistas como um fenômeno que emerge das divergências de interesses entre os gestores e os acionistas (*stockholders*), assumindo que estes últimos fazem parte de um grupo mais amplo, o dos *stakeholders*. Sjöström (2008) também oferece evidências que apontam para o crescente estudo no meio acadêmico de ativismo de acionistas.

A teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976) se relaciona com os estudos de ativismo de acionistas à medida que propõe a explicar de que forma surgem os conflitos oriundos das divergências de interesses entre os diversos atores dentro da firma, deixando mais claro como esta complexa dinâmica atinge um equilíbrio que permite que a empresa exista da forma com que a conhecemos, considerando ainda a premissa da busca pela maximização da utilidade dos diferentes atores que constituem a firma.

Tendo em vista esta generalidade de situações passíveis de ocorrerem problemas de agência e com base na definição de ativismo de acionistas de Sjöström (2008), observa-se que o ativismo de acionistas é uma manifestação das relações conflituosas de agência estabelecidas entre acionistas minoritários e majoritários, assumindo que estes acionistas majoritários tenham ações com direito a voto e possuam controle sobre a gestão da

empresa. O ativismo de acionistas emerge, então, do desalinhamento de interesses entre os acionistas e os gestores da organização, responsáveis por tomar ações gerenciais que afetam o grau de utilidade dos primeiros (SJÖSTROM, 2008).

Dami *et al.*, (2007), lista pontos que deixam mais claro quais podem ser os mecanismos de expropriação dos acionistas utilizados pelos gestores de uma determinada firma. Entre eles estão: pagamento de salários excessivos, autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho ou para pessoas próximas (nepotismo), transferência de ações com desconto, pagamento ou recebimento de preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários, *insider trading*, utilização de ativos da empresa como garantias para transações pessoais, tomada de empréstimos de fundos com vantagens comerciais da empresa, além da propensão a tomada de subinvestimentos por parte destes gestores uma vez que os potenciais custos destes subinvestimentos serão diluídos para todos os acionistas e, finalmente, alocação de recursos em projetos de investimentos que reduzem seus riscos e que não necessariamente buscam a maximização de riqueza dos demais *shareholders*.

É importante dar o devido destaque ao mecanismo de “pagamento ou recebimento de preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários” (DAMI, 2007), devido à importância que este tópico tem para esta pesquisa, devido em parte ao seu relacionamento com as estruturas de controle piramidais.

Morck *et al.* (1988) aponta que questões relacionadas às relações de agência são de tamanha relevância que chegam a impactar o valor da empresa. Pode-se afirmar que o valor da firma aumenta à medida que há uma maior posse de ações por parte dos gestores, tendo em vista a maior convergência de interesses entre administradores e detentores de ações, de acordo com Jensen e Meckling (1976).

A lógica por trás deste fenômeno de valorização é que, conforme as ações com direito a voto se concentram na mão de um determinado acionista (ou grupo de acionistas), os mesmos aumentam sua participação na empresa e o desempenho desta começa a afetar seus níveis de utilidade econômica. A utilidade econômica, por sua vez, se refere a retornos tanto de escopo financeiro (rendimentos) como não financeiros (mordomias, tudo que traga alguma forma de satisfação) deste acionista. Sendo assim,

um possível desempenho negativo da organização se torna significativo para eles e começa a afetar seus níveis de utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976).

A pesquisa de Morck *et al.* (1988), ao tentar estabelecer evidências empíricas que sustentassem a hipótese do alinhamento de interesses, através da análise de dados de 371 das empresas mais valiosas dos EUA na década de 1980, observou uma correlação positiva, não monotônica, entre concentração de ativos com direito a voto nas mãos de gestores e o valor da empresa. A pesquisa de Morck *et al.* (1988), embora voltada a análise dos impactos desta estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado da empresa, evidenciou o poder de expropriação que a concentração de controle nas mãos dos gestores da empresa possui, sendo este, de acordo com Sjöström (2008), um fator determinante para a ocorrência de conflitos entre acionistas minoritários e majoritários.

Alguns dos mecanismos de alinhamento de interesses levantados por Jensen e Meckling (1976), são: pagamentos por atividade, tarefa ou peça, comissões, planos de remuneração, participações nos lucros, medições de desempenho (realizadas idealmente por consultorias ou entidades avaliadoras imparciais), intervenção direta de acionistas, punições por conduta não conforme e oferecimento de opções de compra. Esses mecanismos de alinhamento, de acordo com Hill e Jones (1992), se traduzem de forma geral como medidas que atuam limitando a divergência de interesses através do estabelecimento apropriado de incentivos e asseguramento de compensações ao principal caso o agente incorra em alguma atitude que o prejudique.

A efetividade da aplicação de políticas de boa governança corporativa, baseadas em mecanismos de policiamento das ações dos agentes em relação aos principais e no alinhamento de interesses entre ambos, determina tanto o risco de aparecimento de conflitos entre agentes e principais quanto o risco de da empresa sofrer com ações de ativismo de acionistas (JENSEN e MECKLING, 1976; GILLAN e STARKS, 1998). A preocupação com a aplicação de políticas de alinhamento vai além da defesa dos direitos de acionistas minoritários e controladores, passando pela manutenção do bem-estar entre estes controladores e os *stakeholders* em geral (HILL e JONES, 1992).

Empresas com estruturas de governança que limitem os conflitos de agência são menos vulneráveis à processos de seleção natural que determinam à longo prazo a

sobrevivência ou não de empresas cujas políticas de governança minimizem os custos de agência (FAMA; JENSEN, 1983).

As pesquisas de vários autores, tais como Jensen e Meckling (1976), Gillan, Fama e Jensen (1983), Starks (1998), Sjöström (2008) e Goranova e Ryan (2013) demonstraram que o estudo do ativismo de acionistas e governança corporativa possuem ampla base teórica comum. O princípio básico é que *shareholders* (principais) precisam monitorar e prover incentivos aos gestores de seus recursos (agentes) para que estes maximizem o valor dos *shareholders* (grupo do qual os *stockholders* fazem parte), assumindo que tanto os principais quanto os agentes são atores que buscam a própria maximização de utilidade e que possuem interesses divergentes.

2.3 Efeito Entrincheiramento

Como mencionado, o ativismo de acionistas emerge da procura por parte dos acionistas pelo cumprimento dos mais diversos tipos de anseios, que abordam questões sociais, políticas, ambientais e de otimização de retornos financeiros. Como os *shareholders* são, por definição, donos de parte da empresa, eles possuem tanto o interesse como o direito de se envolverem com a organização visando otimizar o seu valor de curto e longo prazo. Além disso, os gestores têm o dever de zelar pelo melhor interesse dos donos da corporação, embora isso com frequência não ocorra (SJÖSTRÖM, 2008).

Um maior grau de concentração de propriedade com direito a controle em determinada empresa pode influenciar negativamente a aplicação de políticas de monitoramento e de governança, podendo oferecer ambiente propício para expropriações por parte dos gestores e, por consequência, fomentar o ativismo de acionistas, ferramenta esta que ajudaria assegurar aos acionistas minoritários maiores retornos financeiros (CAIXE; KRAUTER, 2013; Morck *et al.*, 1988).

Embora Jensen e Meckling (1976) destaquem que o grau de concentração do direito de propriedade e controle da empresa pode afetar o seu valor positivamente devido ao alinhamento de interesses entre gestores e demais acionistas, o estudo empírico de Morck *et al.*, (1988) mostrou que esta correlação não é sempre positiva.

O estudo das hipóteses de alinhamento e de entrincheiramento por Morck *et al.* (1988), demonstra o potencial de expropriação que os acionistas majoritários possuem, além de demonstrar como este potencial cresce à medida que a estrutura de propriedade da empresa se torna mais concentrada.

Na visão de Morck *et al.* (1988) e Dami *et al.* (2007), a concentração acionária com direito a voto cria o chamado “efeito entrincheiramento”, que é um conceito importante para a análise de como a concentração de propriedade e controle de uma empresa afeta a probabilidade desta se tornar alvo do ativismo de acionistas. A pesquisa de Dharwadkar *et al.* (2008) no campo de propriedade corporativa relacionou positivamente o nível de concentração do controle da empresa com sua propensão a se tornar alvo de ativismo de acionistas.

Morck *et al.* (1988) indica, através da análise de empresas norte-americanas, a mesma relação quadrática em forma de “U invertido” entre a concentração de propriedade e a avaliação do valor da empresa, corroborando com a descrição de Stulz (1988), embora o primeiro autor complemente a análise do efeito entrincheiramento afirmando que conforme o percentual de concentração de propriedade continua a subir, o valor da empresa (chamado pelo autor de performance) deve voltar a aumentar, à medida que o percentual de propriedade se aproxima de 100% por parte do acionista principal.

Classens *et al.* (2002) interpreta a análise de Morck *et al.* (1988) de forma que a performance (valor de mercado) da firma aumenta à medida que aumenta a parcela de propriedade de ações com poder de voto por parte dos gestores, mas, a partir de certo ponto, este aumento da concentração acaba por torná-los entrincheirados e fazendo com que estes gestores detentores de propriedade da empresa sigam benefícios privados às custas dos investidores externos². A medida que os acionistas minoritários buscam satisfazer seus anseios por uma melhor performance financeira (SJÖSTRÖM, 2008), a observação deste fenômeno de entrincheiramento aumenta a probabilidade que eles se

² “One interpretation is that firms' performance improves with higher managerial ownership, but that, after a point, managers become entrenched and pursue private benefits at the expense of outside investors”, Classens *et al.*, 2002, p. 2, Tradução livre.

empenhem em atividades de ativismo de acionistas, de forma a preservar seu patrimônio e seus direitos sobre o fluxo de caixa da empresa.

Pesquisas como as de Jensen e Meckling (1976), Morck *et al.* (1988) e Claessens *et al.* (2002) ajudaram a construir uma base teórica em comum entre o efeito entrenchamento e o ativismo de acionistas. Embora sejam fenômenos distintos, ambos se originam de divergências de interesses entre atores previstas pela teoria da agência de Jensen e Meckling (1976).

É importante lembrar que o fenômeno de entrenchamento pode se estabelecer através tanto da concentração do poder de voto em um único acionista controlador como em um bloco de controle (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2014).

O estudo de Dami *et al.* (2007), indo na contramão dos resultados de estudos de outros atores como Morck *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2002) e Guimarães *et al.*, (2014), não conseguiu encontrar uma correlação estatística significativa entre o grau de concentração acionária da empresa, sua rentabilidade e seu valor de mercado, embora tenha identificado a existência de correlação positiva entre grau de concentração acionária, crescimento da receita líquida e instabilidade do mercado.

Dami *et al.* (2007) também deixa claro em seu estudo de que forma ocorre o efeito entrenchamento. Na visão do autor:

[...] o aumento da parcela de votos e de propriedade da empresa detida pelo controlador, faz com que o mesmo esteja menos dependente e sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições, permitindo a expropriação de riqueza para o benefício privado, enquanto os custos seriam compartilhados entre todos os acionistas. (DAMI *et al.*, 2007, p. 23)

A descrição do efeito entrenchamento de Dami *et al.*, (2007) ajuda a compreender a influência que este fenômeno pode ter no que tange o valor dos ativos de acionistas de uma empresa. Relembrando que risco de uma empresa sofrer com o ativismo de acionistas é inversamente correlacionada com seu desempenho de mercado (GORANOVA; RYAN, 2013).

Marques *et al.* (2014) explica de que forma o valor da empresa é afetado negativamente, descrevendo que o mercado tenta deduzir as perdas esperadas com esta

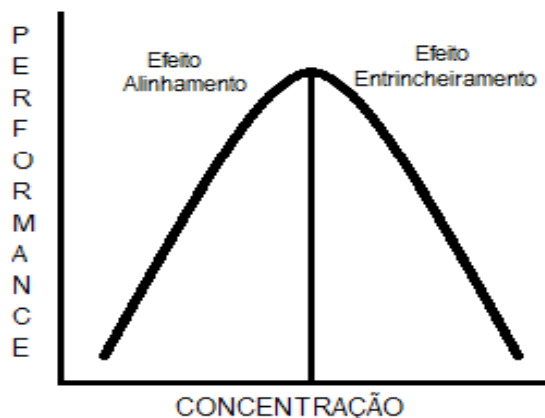
possível e provável expropriação por parte dos controladores para o valor presente das ações da companhia. De acordo com o estudo de Goranova e Ryan (2013), os acionistas, visando evitar a desvalorização de seus ativos oriunda deste efeito entrincheiramento observado por Morck *et al.* (1988), podem recorrer ao ativismo para melhorar a performance financeira da empresa, pressionando assim os gestores para que estes apliquem medidas e práticas de governança que otimizem o valor de mercado da companhia.

Como destacado por Goranova e Ryan (2013), acionistas ativistas são mais propensos a influenciar empresas que apresentem desempenho sub ótimo no mercado de ações, embora outros estudos tais como os de Faleye, (2004), Ferri e Sandino (2009) e Karpoff *et al.*, (1996) não tenham conseguido estabelecer uma correlação significativa entre desempenho de uma empresa no mercado de ações e o ativismo de acionistas.

Estudos voltados a análise da estrutura de propriedade e controle de empresas e seu relacionamento com custos de agência, tais como os de Morck et al. (1988) e Marques *et al.* (2014), defendem a existência de um ponto ótimo no qual os custos de agência resultantes da estrutura de propriedade da empresa seriam mínimos e, conseqüentemente, o valor de mercado da empresa seria maximizado, diminuindo assim o risco desta sofrer com o ativismo de acionistas, risco este apontado por Goranova e Ryan, (2013).

A figura a seguir, adaptada da obra de Dami *et al.* (2007), permite uma visualização gráfica do efeito alinhamento e entrincheiramento e seus respectivos impactos sobre o valor da firma, assim como ajudam a deixar clara a existência de um ponto ótimo que minimiza os custos de agência da empresa e ser risco de sofrer ativismo de acionistas:

Figura 1 - Efeitos Entincheiramento - Alinhamento e o Grau de Concentração Acionária



Fonte: Adaptado de Dami et al. (2007, p. 23)

A figura 1 mostra a relação entre o aumento do grau de concentração e o desempenho da empresa (neste caso seu valor). Percebe-se a existência de um ponto ideal de concentração acionária o qual os custos de agência oriundos dos impactos negativos do efeito entrincheiramento não são demasiadamente grandes.

Infere-se a partir dos achados de Morck *et al.* (1988), Stulz (1988), Claessens *et al.* (2002), que o efeito entrincheiramento, assim como o efeito alinhamento, são subprodutos da estrutura de propriedade da empresa.

A análise realizada por Claessens *et al.* (2002) de empresas situadas em países do leste asiático conseguiu corroborar com a teoria do efeito alinhamento, dando mais um apoio empírico às pesquisas anteriores.

Estudos realizados por autores como Morck *et al.* (1988), Stulz (1988), Claessens *et al.* (2002) e Marques, *et al.* (2014) sobre os efeitos do alinhamento e entrincheiramento, ajudaram a descrever de que forma se desenvolve a dinâmica de expropriação de acionistas minoritários por acionistas majoritários, oferecendo mais uma importante evidência da íntima relação que o ativismo de acionistas tem com a estrutura de propriedade e controle de empresas.

2.4 Board Interlocking

O trabalho seminal de Berle e Means (1932) sobre a natureza da firma, assim como a formulação da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), abriram caminho para a percepção da importância que a separação entre capital e controle possuem no contexto das estruturas empresariais contemporâneas.

Posteriormente, outros autores como Eisenberg (1976), Demsetz e Lehn (1985), Shleifer e Vishny (1986) abordam de forma mais direta a questão da estrutura de propriedade da empresa, afirmando que em muitas organizações existe uma elevada concentração acionária com poder de voto, o que poderia criar efeitos tanto positivos quanto negativos para o valor da empresa e, conseqüentemente, para seus acionistas minoritários e demais acionistas externos.

La Porta *et al.* (1999) corrobora com esse entendimento na medida em que demonstra empiricamente a abundância deste tipo de organizações com estrutura de propriedade concentrada fora dos Estados Unidos, constituídas principalmente por empresas menores em economias emergentes ou países de legislação menos rigorosa em relação a proteção de acionistas minoritários.

Esta concentração do poder de decisão em organizações observada por La Porta *et al.* (1999) somada à influência dos conselhos de administração destas empresas sobre sua gestão impacta diretamente na aplicação de boas práticas de governança corporativa, criando um ambiente suscetível a influência de conselheiros cujos integrantes atuem em mais de uma organização ao mesmo tempo (SANTOS; SILVEIRA, 2007).

Estes conselhos de administração, agindo sobre a influência de interesses pessoais ou de grupos econômicos, aumentam o risco da tomada de decisões gerenciais que não potencializam o valor gerado para todos acionistas e para a empresa em si, de acordo com Santos e Silveira (2007). É nesse contexto que concentração de capital e direito de controle que surge o *board interlocking*.

O *board interlocking*, de acordo com Fich e White (2001) é definido como a prática de membros do conselho de administração de uma empresa fazerem parte de diferentes conselhos de administração de diferentes empresas ao mesmo tempo, gerando assim uma relação entre estas empresas que pode afetar o valor das mesmas.

O *board interlocking* possui influência na definição de estratégias e tomada de decisões nas corporações, além de impactar na efetividade da aplicação de práticas de governança corporativa (CHARKHAM, 1994). Foi constatado uma correlação positiva entre a existência de relacionamentos entre diferentes conselhos administrativos e a diminuição do valor da empresa. Além disso, percebeu-se que esta é uma prática frequente entre empresas brasileiras (SANTOS; SILVEIRA, 2007).

A relevância do tema de *board interlocking*, de acordo com Silveira e Santos (2001), revela-se pelos diversos códigos de boas práticas de governança que ressaltam a importância da composição independente do conselho administrativo empresarial, de forma a haver uma separação entre os cargos de diretor executivo e presidente do conselho administrativo, visando a austeridade e imparcialidade de decisões do conselho e impedindo que este tome decisões influenciadas por interesses externos à empresa.

Um exemplo é o Cadbury Committee (CHARKHAM, (1994)), intitulado “Aspectos Financeiros de Governança Corporativa”, relatório emitido pelo comitê sobre os Aspectos Financeiros de Governança Corporativa que dissertava sobre mudanças na estrutura dos conselhos de administração de empresas europeias, de forma a minimizar problemas de governança que o *board interlocking* poderia fomentar.

De acordo com Santos e Silveira (2007), o fenômeno de *board interlocking*, por impactar negativamente o valor da empresa e por possuir o poder de influenciar decisões gerenciais, fazendo com que estas se desalinhem dos objetivos gerais dos detentores de ações da organização, pode ser apontado como um fator de risco para a empresa incorrer em ações de ativismo de acionistas, na busca de reparação de danos e melhora da performance financeira da empresa.

Lazzarini (2011) complementa destacando a correlação entre a existência de grupos empresariais que se utilizam de *board interlocking* como ferramenta de manipulação de ações gerenciais e a expropriação de acionistas minoritários, o que por si já aumentaria o risco de ações de ativismo de acionistas.

Um conceito que ajuda a interpretar como ocorre a dinâmica do *board interlocking* é a teoria dos *small worlds*, que detalha, entre outros fenômenos, como pequenos grupos

de interesse formados por gestores que atuam em conselhos de administração de diferentes empresas mantém trocas de favores e informações privilegiadas entre si (MILGRAM, 1967).

A teoria dos *small worlds* indica que é necessário um número relativamente pequeno de conexões para que duas pessoas ou dois grupos sejam conectados. De acordo com Mendes-da-Silva (2010) esta teoria conclui que pessoas aparentemente distantes podem ser verdadeiramente conectadas através de uma cadeia muito curta de conhecidos intermediários.

Porém, a importância da teoria de *small words* no contexto de *board interlocking* está na assunção de existência de pequenos grupos sociais dos quais as informações são isoladas do resto da sociedade. Esses grupos podem ser constituídos por amigos, associados, famílias proprietárias de conglomerados, entre outros (MILGRAM, 1967). O conceito é importante pois justifica em parte a existência de assimetrias informacionais, descritas por Iudícibus *et al.* (2005), e que se relacionam intimamente com a questão do conflito entre agente e principal da literatura sobre a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976).

Através de pesquisa sobre a influência do *board interlocking* para a aplicação de mecanismo de governança corporativa, Mendes-da-Silva, (2011) buscou descobrir se a atual configuração dos conselhos de administração das principais empresas listadas na BOVESPA se enquadra no modelo de *small worlds*, utilizando da perspectiva da análise de redes sociais e da governança corporativa. O autor concluiu que as redes de relacionamento entre diretores e conselheiros refletem o modelo de *small worlds*, o que significa em outras palavras que a distância média entre estes conselhos é suficientemente pequena para se enquadrar neste modelo.

A pesquisa de Mendes-da-Silva, (2011) também aponta a existência de traços comuns entre os gestores pertencentes a alta administração das empresas brasileiras, sendo eles majoritariamente membros de uma espécie de elite intelectual, formados em determinadas instituições de ensino e em determinados cursos em comum, como engenharia, administração ou economia. Entre os grupos apontados pelo autor como

responsáveis por este fenômeno de *board interlocking* estão os integrantes conselhos de administração, diretores e famílias de influência.

Lazzarini (2011), ao destrinchar as características de grupos empresariais brasileiros, fornece informações que ajudam a explicar como o fenômeno de *board interlocking* emerge. A pesquisa de Lazzarini (2011) destaca que os *small worlds* corporativos, formados por famílias ou grupos de empresas, se estruturam a partir da participação de um proprietário em uma ou mais empresas de determinado grupo. Laços estabelecidos entre donos de empresas em comum, ou seja, proprietários que participam de uma ou mais empresas de forma conjunta, criam redes corporativas.

Na prática, além de relações entre proprietários, também se estabelecem redes de relações entre empresas. A aglomeração de firmas com os mesmos controladores forma os chamados grupos econômicos. A Vale e a CSN são exemplos de grupos empresariais que possuem investimentos e participações em diversas outras empresas, sendo a MRS uma destas. A forma com que estas empresas controlam umas às outras pode ser relativamente complexa, havendo tanto o controle direto como o indireto, através de subsidiárias. Seguindo o exemplo, a MBR, que é uma das firmas pertencentes ao grupo Vale, possui ações da MRS, assim como a própria Vale possui (LAZZARINI, 2011).

Lazzarini (2011) ainda destaca que, especialmente em economias emergentes, esta aglomeração de firmas sob o mesmo “guarda-chuva controlador” ocorre pois os custos relativos a contratação de serviços e o trade-off relacionado a negociações e compras de produtos de outras empresas não traria os mesmos benefícios que uma estratégia voltada a produção de múltiplos insumos pela própria firma ou conglomerado. Em outras palavras, no contexto de países em desenvolvimento, é mais vantajoso para as empresas e mais lucrativo para seus proprietários que elas se organizem na forma de grupos econômicos, devido a questões relativas a *trade-offs*, dificuldade de captação de recursos do mercado, escassez de crédito e falta de confiança para o estabelecimento de acordos com outras firmas fora do mesmo grupo controlador (LAZZARINI, 2011).

A pesquisa de Lazzarini (2011) deixa clara então a relação que a formação destes grupos econômicos tem sobre a criação de estruturas de *board interlocking*. Ao mesmo tempo que os autores destacam que a emergência de grupos econômicos pode ser um

reflexo da busca, por parte de empresas, de contornar a carência de infraestrutura, financiamento e recursos de determinados mercados, os mesmos autores ressaltam que o que fomenta este fenômeno pode ser o benefício que estratégias de conluio e clientelismo geraria para um pequeno grupo de proprietários.

Coase (1937) verificou que as empresas muitas vezes expandiam-se para atividades subjacentes, ou seja, para atividades que comumente seriam de responsabilidade de fornecedores e clientes. De acordo com este autor, o motivo para esta expansão seria, como reforça Lazzarini (2011), a tendência das empresas de se afastarem de estratégias cujos custos de transação sejam proibitivos. A carência de infraestrutura em determinado mercado, altos custos de aquisição de determinado insumo e incertezas referentes a questões como confiabilidade e qualidade dos mesmos poderiam influenciar positivamente na formação de estruturas de produção verticalizadas, seja pela compra de empresas que fazem parte da cadeia de produção, seja pela formação de aglomerados controlados por sócios em comum.

A Vale, embora concentre sua área de negócios no ramo da mineração, também possui participações em áreas de logística, tais como ferrovias e portos, o que justifica o papel central que o controle da MRS possui para os custos de escoamento exportação de seus produtos. A formação de grupos econômicos, tais como aquele estabelecido entre Vale e CSN, no papel de controladoras, com a MRS, sendo as primeiras produtoras de insumos e a MRS como responsável pelo transporte logístico, não se justificaria apenas por esta lógica de minimização de custos transacionais, mas também pela possibilidade de expropriação de acionistas (LAZZARINI, 2011).

De acordo com Lazzarini (2011) a nomeação de um conselho de administração que possibilite a movimentação de valores entre empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico para benefício dos sócios acaba fomentando o aparecimento de *board interlocking* entre empresas.

No caso específico da MRS, o acordo de acionistas firmado em 23 de outubro de 2000 especifica quantos membros do conselho de administração cada controladora tem o direito de indicar. Como o conselho pode indicar executivos que estejam alinhados aos objetivos dos sócios majoritários, fica claro o interesse que empresas controladoras tem

em colocar membros do próprio conselho de administração ou de cargos de diretoria no conselho de administração da empresa controlada (LAZZARINI, 2011).

Lazzarini (2011) deixa clara a questão da influência de grupos econômicos na rentabilidade de empresas controladas com o seguinte exemplo:

[...] uma firma do grupo pode vender matéria-prima para outra firma do mesmo grupo e, com isso, receber um valor pré-estabelecido. Se essas unidades forem de propriedade de um único dono, será como retirar de um bolso para colocar em outro. Conflitos podem existir, entretanto, quando existirem sócios minoritários em algumas das unidades empresariais que pertencem ao grupo [...] (LAZZARINI, 2011, p. 67 e 68)

No exemplo de Lazzarini (2011), uma parcela do lucro que a empresa que vende matéria-prima teria desempenhando suas atividades acaba sendo capturado de forma artificial pela segunda firma, que compra esta matéria-prima a um preço pré-fixado ou abaixo do valor de mercado. Um problema desta estratégia, de acordo com Lazzarini (2011), é que caso a empresa que vende esta matéria prima possua acionistas minoritários, estes terão seus lucros expropriados pelos sócios controladores.

A influência de pequenos grupos que fazem parte do *small words* empresarial ajuda na criação de grupos econômicos que permitem a expropriação de minoritários e fomentam a ocorrência de *board interlocking* em empresas controladas. O *board interlocking* acaba emergindo da procura, por parte de gestores controladores, do alinhamento das políticas de determinada empresa com os interesses do grupo econômico mais amplo a qual ela está inserida (LAZZARINI, 2011).

A existência de relações entre diferentes conselhos de administração de diferentes empresas é especialmente importante para entender porque se formam estruturas de propriedade cruzada entre diferentes empresas e estruturas de propriedade piramidal (WOLFENZON, 1999).

A pesquisa de Mendes-da-Silva, W. (2011) demonstrou a grande frequência de outro fator de risco para uma empresa se tornar alvo do ativismo de acionistas. Acionistas minoritários, ao observarem a existência de conexões entre membros do conselho administrativo da empresa que eles possuem ações com membros de conselhos

administrativos de outras empresas, podem crer que este relacionamento possui potencial de lesá-los e influenciar negativamente o desempenho financeiro da empresa, podendo estes buscar aplicar pressão sobre os gestores através do ativismo de acionistas a fim de minimizar suas possíveis perdas.

Autores como Mendes-da-Silva (2011), Subrahmanyam (2008) e Davis e Grieve (1997) mostraram que além da expropriação em si, outras consequências do *board interlocking* seriam a disseminação de práticas de remuneração executiva (SUBRAHMANYAM, 2008) e adoção de medidas contra aquisição hostil (tais como *poison pills* e *golden parachutes*).

Entre os autores pesquisados, Subrahmanyam (2008) foi um dos que destacaram que a existência do *board interlocking*, poderia não trazer apenas prejuízo para a empresa.

O autor supõe o contrário: a existência de ligações entre executivos e mesas de diretores poderiam oferecer informações importantes e estratégicas para a tomada de decisões mais precisas por parte do conselho administrativo das empresas.

Mendes-da-Silva (2011) indicou em seu estudo que a distância entre diretores de empresas é menor no Brasil em comparação com o exterior, existindo influências mais acentuadas entre empresas com maior grau de proximidade, principalmente entre aquelas que atuam no mesmo setor.

É importante destacar o papel crucial exercido pelas redes interempresariais, que assim como geram o intercâmbio de influência, poder, práticas de remuneração e capital entre diferentes empresas, podem gerar efeitos que afetam o valor da empresa e que venham a repercutir negativamente nas relações entre acionistas e na maximização de valor empresarial (LAZZARINI, 2011; MENDES-DA-SILVA, 2011).

O estudo de Sjöström E. (2008) sugere que práticas de governança corporativa, auditorias externas, regulamentação, graus de proximidade e compartilhamento da mesa de diretores, entre outros diversos fatores podem afetar a estrutura de capital de uma empresa e o grau de influência que esta sofre por outras empresas e por seus gestores.

Os estudos relativos a entrincheiramento de conselhos administrativos e *board interlocking* ajudam a identificar problemas e conflitos entre principal-principal e

principal-agente, além de complementarem análises acerca de boas práticas governança corporativa.

2.5 Ativismo de Acionista

As corporações são intimamente ligadas à sociedade e ao ambiente em que elas estão inseridas, seja através dos insumos que elas consomem, das pessoas que elas contratam, do nível de bem-estar que elas geram ou dos poluentes que emitem. (SJÖSTRÖM, 2008).

Esta ligação íntima entre a sociedade e ambiente, somada a relevância do papel que as empresas desempenham hoje na sociedade, levantam expectativas de atores diversos de que estas empresas obedeçam à determinados princípios e regras (SJÖSTRÖM, 2008).

Uma variedade ampla de atores utiliza-se de um conjunto de ferramentas que podem servir como influenciadoras de decisões dentro das empresas. Uma destas ferramentas é a legislação, que limita a prática das empresas em determinados aspectos buscando defender interesses e direitos de determinados grupos. Outra ferramenta cujo uso vem crescendo ao longo do tempo é o mercado financeiro, através do ativismo de acionistas (SJÖSTRÖM, 2008).

O ativismo acionista pode ser definido como “ações tomadas por acionistas com a intenção explícita de influenciar as políticas e práticas das corporações” (GORANOVA e RYAN, 2014, p. 1232).

Ativismo de acionistas pode também ser entendido como uma tentativa, por parte dos acionistas, de provocarem alterações em uma empresa sem uma mudança em sua estrutura de controle. Em suma, ele pode ser explicado como um conjunto de estratégias adotadas por acionistas que varia de acordo com seu percentual de propriedade e também de acordo com o seu interesse em continuar ou não filiado a empresa e que visam promover alguma mudança dentro da empresa ou em suas práticas (GILLAN; STARKS, 2000).

A comunicação entre o ativista acionista e a gerência da empresa é feita de diversas formas, tais como comunicação direta à gestão, comunicação indireta (imprensa, mídias sociais), carta ao conselho, proposta a acionistas, entre outras (SJÖSTRÖM, 2008).

Embora o ativismo acionista não se reflita na maior parte das vezes em aprovações de mudanças bruscas no longo prazo, ele tem o poder de chamar a atenção para problemas e levantar questões dentro da organização que por si só já pressionam a empresa a debater o assunto. Seja na distribuição de dividendos da companhia, seja o uso de materiais ecológicos nos escritórios (SJÖSTRÖM, 2008).

É importante ressaltar que o ativismo acionista possui diversos interesses e não necessariamente se preocupam apenas com questões relacionados ao impacto das empresas sobre a sociedade e o meio ambiente. Judge *et al.* (2010) ao estudarem o ativismo de acionistas em um determinado grupo de países desenvolvidos, observaram a existência de duas principais motivações para este ativismo: otimizar o desempenho financeiro e aprimorar o desempenho social da empresa.

Alguns dos exemplos de proposições levantados por ativistas acionistas, de acordo com Gillan e Starks (2000) e Forjan (1999) são: compensação ou troca de diretores e conselheiros; pedido de proteção formal contra possíveis aquisições; mudanças no conselho de administração; cassação do conselho de administração; o grau de participação dos integrantes do conselho na propriedade da empresa; o nível de independência do conselho; propostas de caráter social, entre outras.

De acordo com Goranova e Ryan (2013), outros tópicos que o ativismo aborda vão desde questões já citadas como performance financeira, passando por responsabilidade social e questões relacionadas a mudanças climáticas.

O ativismo acionista tem como principais objetivos, assim, otimizar o desempenho financeiro da empresa ou seu desempenho social (JUDGE, GAUR, MULLER-KAHLE, 2010).

2.5.1 Teoria da Agência-*Stakeholder* e o Ativismo de Acionistas

Embora Jensen e Meckling (1976) tenham esclarecido que a relação de agência é passível de se manifestar em qualquer forma de esforço cooperativo, dando ênfase a abrangência do tema, sua pesquisa foi mais focada na relação entre gestores e acionistas. Estes autores deixaram claro, porém, que os contratos implícitos entre acionista e gestores são apenas uma das diferentes formas de relações contratuais que formam a ficção legal conhecida como a corporação moderna.

Lazzarini (2011), ao analisar a dinâmica das relações entre Vale, CSN e MRS, observa que conflitos podem emergir até mesmo em situações onde os gestores tomam decisões alinhadas ao interesse dos controladores, mas deixando de lado os interesses dos demais acionistas minoritários.

A pesquisa de Hill e Jones (1992) amplia a teoria da agência ao colocar uma ênfase maior sobre os conflitos não apenas entre gestores e acionistas, mas também entre gestores e demais *stakeholders*. A esta complementação da teoria da agência deu-se o nome de teoria da agência-*stakeholder*. Sua premissa básica, de acordo com Hill e Jones (1992), é o estudo dos conflitos de agência que foquem na relação entre gestores e as partes interessadas, não mais se limitando apenas aos *stockholders*.

Pearce (1982) e Freeman (1984) definem *stakeholder* como grupos que possuem interesses legítimos por uma empresa. A legitimidade se dá através pelo relacionamento de troca com a organização. Exemplos de *stakeholders* são acionistas, consumidores, empregados, gerentes, fornecedores, credores, comunidades locais e sociedade em geral.

Cada um destes grupos contribui de alguma forma com recursos críticos à empresa e em troca esperam que seus interesses sejam satisfeitos. (MARCH; SIMON, 1958)

Exemplos desta relação de troca são abundantes. Por exemplo, acionistas proporcionam capital à empresa e em troca esperam que a empresa maximize seus retornos ajustados ao risco do investimento. Gerentes e empregados fornecem tempo e energia à empresa e esperam ser remunerados proporcionalmente em troca. Credores oferecem empréstimos que esperam ser pagos com juros no período estipulado.

Consumidores proporcionam receitas as firmas e esperam um produto ou serviço

com valor em troca. Comunidades locais fornecem infraestrutura local e espaço e esperam que as atividades empresariais forneçam empregos sem agredir a bem-estar e a saúde dos moradores locais. (HILL; JONES, 1992)

Hill e Jones (1992) destacam que os gestores são um grupo importante e único entre os *stakeholders* pois são os únicos que possuem contato direto com todos os outros grupos de interesse da firma, além de serem os únicos que possuem controle direto sobre o processo de tomada de decisões gerenciais (embora os acionistas possuam controle indireto sobre a empresa). O papel desempenhado pelos gerentes permite que eles sejam considerados agentes dos outros *stakeholders*. É a partir daí que surge a terminologia agente-*stakeholder*.

É possível traçar um paralelo entre as relações de agente-*stakeholder* e agente-principal, à medida que ambos se referem a relacionamentos onde há contratos implícitos e explícitos cujo propósito é conciliar interesses divergentes. Além disso, ambas as relações são influenciadas pelas estruturas de governança corporativa. (HILL; JONES, 1992)

Embora similar à teoria da agência, a teoria da agência-*stakeholder* é baseada em pressupostos referentes à processos de mercado que possuem diferenças substanciais daqueles que sustentam a teoria da agência. O resultado disso é a construção de um paradigma cujas predições nem sempre estão alinhadas com aquelas da teoria da agência. (HILL; JONES, 1992).

Hill e Jones (1992) destacam que entre estas divergências está o pressuposto adotado pela teoria da agência que os mercados são eficientes. O que ocorre é que a medida que a teoria da agência-*stakeholder* assume a existência de imperfeições de mercado ela abre a possibilidade para a existência de desequilíbrios de poder entre o agente e o principal. Estes desequilíbrios surgem da impossibilidade do agente ou do principal de sair de uma relação contratual pela inexistência de opções melhores, por exemplo.

Outro ponto de divergência citado por Hill e Jones (1992) entre as duas teorias é a velocidade com que os mercados se ajustam a mudanças. Condições de equilíbrio

podem persistir por um período longo devido a ‘fricções’ tais como barreiras de entrada e saída, permitindo desequilíbrios de poder entre agente e *stakeholders*.

Pode-se sugerir assim que as relações entre agente-principal, na forma com que são definidas pela teoria da agência, são um subconjunto de uma forma mais geral de relação, a relação entre agente e *stakeholder*. O novo paradigma proposto pela teoria da agência-*stakeholder* inclui teorias do poder e de dependência de recursos, além de abrir caminho para uma teoria que aborde mecanismos de ajuste que criem ferramentas de governança capazes de se adaptar às mudanças constantes, externas ou internas à organização, capazes de alterar o equilíbrio de poder entre *stakeholders* e agentes (HILL; JONES, 1992).

O ativismo de acionistas se entrelaça com a teoria da agência-*stakeholder* à medida que sociedade, fundos de pensão, entidades religiosas e outros interessados, a fim de fazerem cumprir seus desejos e exigências, compram ações a fim de adquirir direito a votos em assembleias.

2.5.2 Histórico do Ativismo de Acionistas no Mundo

Sjöström (2008), ao procurar criar um panorama dos estudos sobre ativismo acionista existentes em publicações até então, conseguiu levantar uma análise geral de como e porque este tipo de ativismo surge e de que forma ele teria a capacidade de alterar a gestão da empresa em favor de determinados grupos de pressão.

Os estudos que avaliam a influência do ativismo acionista no comportamento organizacional, de acordo com a pesquisa de Sjöström (2008), demonstraram resultados mistos. A autora demonstra que resoluções de acionistas foram propostas nos Estados Unidos como forma de fomentar a responsabilidade corporativa desde os anos de 1970.

Em 1970 uma decisão legal favorável ao processo referente à um problema social se tornou o ponto de partida para o início do debate de tópicos referentes a políticas sociais. Embora a minoria dos assuntos em pauta colocados pelos acionistas ativistas

tenha conseguido a maioria dos votos em assembleias desde então, eles têm obtido algum êxito em moldar, de forma sutil, o comportamento empresarial no médio e longo prazo. (SJÖSTRÖM, 2008)

Vogel (1983), ao analisar o período inicial do ativismo de acionistas (1970-1982), observou um aumento de propostas em assembleias anuais de temas relacionados ao ambiente e sociedade em geral. Este autor ainda ressaltou o papel da *Securities and Exchange Commission* como influenciadora de proposições destes temas devido às regras e leis que ela impôs no período posterior a 1970.

Neste período, dos assuntos em pauta levantados, de acordo com Vogel (1983), apenas 3% obtiveram votos suficientes para serem debatidos no ano posterior. Seu estudo também indicou que várias das proposições foram subscritas voluntariamente antes de chegarem a ser votadas, indicando assim que muitos dos assuntos são resolvidos em negociações anteriores às reuniões gerais.

O estudo de Graves *et al.* (2001) analisou por sua vez a frequência com que determinados temas eram levantados por acionistas ativistas ao longo do tempo, do período de 1988 a 1998. Seu estudo observou pouca variação na frequência com que o tema direitos humanos era levantado neste período. Em geral, Graves *et al.* (2001) puderam observar que embora alguns temas tivessem picos e depois diminuíssem a frequência com que eram postos em pauta, outros se mantinham relativamente constantes em número de proposições ao longo do tempo.

De acordo com Tkac (2006), o período de 1992 a 2002 foi marcado pelo levantamento maior de temas como conduta internacional, questões ambientais e medidas contra discriminação. Além disso seu estudo levantou que a maioria das propostas eram submetidas por grupos religiosos que atuavam como ativistas acionistas.

Um estudo conduzido pela *Investor Responsibility Research Centre* (IRRC) observou dentro de um período de 1973 a 2008 todas as propostas relevantes de políticas sociais e ambientais movidas dentro de empresas. Este estudo, que corrobora com Tkac (2006), nota que mais da metade das ações movidas neste período foi copatrocinada por

grupos religiosos, seguido por fundos de pensão públicos e investidores individuais (SJÖSTRÖM, 2008).

Ao analisar o período de 2000 a 2003, Monks *et al.* (2004) corroboram com estudos de Tkac (2006) e do IRRC, mostrando que a presença de grupos religiosos como o maior grupo de representantes de ativistas acionistas tem sido relativamente constante em todo o período de existência deste tipo de ativismo, seguido, de acordo com Monks *et al.* (2004) por acionistas individuais. Também pode-se notar que investimentos socialmente responsáveis (SRIs) foram um tema central do ativismo de acionistas no período estudado.

Os estudos de Clark *et al.* (2008) e de Rehbein *et al.* (2004), levantaram alguns dos principais motivadores para as empresas sofrerem com a intervenção de ativistas acionistas ao longo dos anos, o que ajuda na compreensão de quais foram os principais pontos que definiram uma empresa como alvo potencial de ativistas acionistas ao longo da história.

De forma geral, o estudo de Rehbein *et al.* (2004) demonstrou que as empresas que foram mais frequentemente alvo deste tipo de ativismo são aquelas que possuem maior tamanho, devido a sua maior visibilidade, assim como aquelas cujo impacto chama mais atenção da sociedade, como empresas de cigarro, indústrias têxteis, de vestuário e alimentos.

De acordo com Clark *et al.* (2008), as empresas de alta proporção de ativos intangíveis e alta performance financeira possuem quatro vezes mais chance de serem alvo de ativismo acionista quando comparadas a empresas com a mesma proporção de ativos intangíveis e de baixa performance financeira. A explicação para isso se deve ao maior risco destas empresas de sofrerem com danos à reputação devido à não observância aos temas levantados pelos acionistas.

O estudo de Clark *et al.* (2008) também demonstrou que outros alvos frequentes do ativismo acionista são empresas de alta proporção de ativos tangíveis e baixa performance financeira. Isso é explicado pelos autores como sendo devido à maior pressão dos acionistas por maior eficiência e performance social e ambiental da empresa,

que incorre em custos administrativos inerentemente mais altos devido à alta proporção de ativos tangíveis destas empresas.

Embora o estudo de Vogel (1983), que abordou o período inicial do ativismo de acionistas, tenha mostrado um baixo índice de votos para pautas levantados por ativistas acionistas em assembleias gerais, McDonnell *et al.* (2015), baseado na coleta de dados oriundos de 750 resoluções relacionadas a causas ambientais, mostrou que o ativismo acionista tende a tornar as empresas mais receptivas a positivas em relação a propostas de mudança ao longo do tempo.

2.5.3 Ativismo de Acionistas no Brasil

Como Okimura *et al.* (2007) sugerem, a estrutura de propriedade geralmente concentrada observada no Brasil possui um grande potencial de fomentar conflitos do tipo principal-principal. Conflitos deste tipo aumentam fortemente a possibilidade da ocorrência de ativismo acionista dentro destas empresas como forma de minimizar a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários.

Os autores Crisóstomo e González (2006) encontram similaridade entre Brasil e outros países em desenvolvimento, à medida que todos apresentam mercados de capitais em evolução e alta concentração de propriedade. Nestes países, de acordo com os autores, há uma crescente participação de investidores institucionais, além da presença relativamente baixa do ativismo de acionistas individuais, quando comparado ao mercado norte americano.

Carvalho-da-Silva e Leal (2003), em complemento a pesquisa de Valadares e Leal (2000), destacam que 72% das ações com poder de voto das empresas brasileiras estão concentradas nas mãos de um acionista ou grupo de acionistas principais. Além disso, revelou uma média 87% de capital votante nas mãos dos cinco maiores proprietários das empresas.

Jesus (2004) observou uma presença maior da atuação de investidores institucionais a partir do processo de privatização que o país enfrentou, durante os anos de 1990. Lazzarini (2011) complementa através de amostra baseada nos rendimentos dos

maiores grupos econômicos nacionais, demonstrando um grande peso das participações estatais e familiares no controle de grandes companhias brasileiras, a despeito dos processos de privatização conduzidos na década de 90.

O movimento de privatização, colocado em prática desde os anos 80 e mais notoriamente pela Lei 8.031/90, criou o Programa Nacional de Desestatização. A lei que decretava e sancionava um conjunto de medidas e iniciativas, por parte do governo, de concessão e transferência do controle de empresas até então estatais para o controle privado (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

O PND foi um grande motivador no contexto brasileiro para a expansão da intervenção de investidores institucionais sobre o mercado financeiro. Bancos de investimento, seguradoras e fundos de pensão expandiram sua influência à medida forneciam investimentos necessários às empresas recém privatizadas que necessitavam de capital para crescer, a partir dos anos de 1990 (JESUS, 2004).

O ativismo de acionistas no Brasil possuía até pouco tempo pesquisas insipientes, devido, entre outros motivos, ao desenvolvimento tardio de seu mercado de capitais. Com mudanças do papel do estado brasileiro perante a economia, afloramento do mercado acionário e de capitais nacional e abertura comercial em 1990, o Brasil passou a observar um interesse crescente deste fenômeno e de pesquisas relacionadas ao tema (CRISÓSTOMO; GONZALEZ, 2006).

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Esta seção da pesquisa visa demonstrar os procedimentos metodológicos que são utilizados para estruturar as etapas e as ferramentas utilizadas como meio de obter respostas para as questões do estudo (BEUREN *et al*, 2006).

A pesquisa tem como finalidade “tentar conhecer e explicar os fenômenos que ocorrem no mundo existencial, ou seja, como esses fenômenos operam, [...] por que e como se realizam” (LAKARTOS; MARCONI, 1990, p. 16).

3.1 Elaboração de roteiro e coleta de dados

A presente pesquisa é apoiada pela metodologia do estudo de caso, que servirá como forma de detalhar a dinâmica da relação existente entre a empresa MRS Logística S/A e o clube de investimentos SUDFER.

Estudos de caso podem ser definidos como investigações empíricas de um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos. O estudo de caso é um tipo de pesquisa onde um caso individual é estudado de forma aprofundada visando obter uma visão mais ampla de outros casos similares. (YIN, 2003)

A abordagem do estudo de caso foi escolhida devido a uma série de motivos. Esta abordagem é eficiente, por exemplo, para responder perguntas de pesquisa do tipo “como” e “porquê” (YIN, 2003). Além disso, um único estudo de caso bem elaborado tem o potencial de desafiar ou corroborar com teorias existentes, além de prover recursos para novas abordagens teóricas. O estudo de caso também gera narrativas descritivas detalhadas pois aborda uma ampla gama de métodos de pesquisa de diversas fontes. Eles são uma forma efetiva de explicar e contextualizar fenômenos sociais complexos, além de identificar processos e estruturas que moldam estes fenômenos (EASTON, 1998).

A utilização da abordagem do estudo de caso, por fim, justifica-se pela sua essência baseada na procura pelo esclarecimento dos motivos para a tomada de uma determinada decisão, procurando explorar como esta decisão foi implementada e quais foram seus resultados (SCHAMM, 1971).

A escolha da análise de um estudo de caso que abordasse a empresa MRS Logística S/A deve-se a diversos fatores. Esta empresa é uma sociedade anônima, ou seja, uma empresa de capital aberto. Devido a obrigatoriedade da publicação de informações internas, a coleta de informações internas e análise de documentos se torna mais simples e conveniente. Outra questão de destaque que justifica a escolha dessa empresa é sua grande relevância no contexto regional e nacional, sendo uma importante transportadora e escoadora de recursos na região sudeste do Brasil.

As informações utilizadas nesta pesquisa são de natureza secundária, pois a pesquisa baseou-se em formulários e informações empresariais disponibilizadas no endereço eletrônico da Comissão de Valores Imobiliários (CVM). A análise será baseada na estrutura de propriedade no período de formação da empresa e no ano atual.

No sentido de levantar informações bibliográficas que apoiassem a análise do conflito entre MRS Logística S/A e SUDFER, foi utilizada a coleta através de ferramentas de pesquisa tais como Google Acadêmico, Wiley Online Library e SSRN, de acordo com os seguintes termos: “ativismo acionista”, “teoria da agência”, “custos de agência”, “stakeholder”, “teoria da agencia-stakeholder”, “efeito entrincheiramento”, “estrutura de capital” e “governança corporativa”.

Primeiramente buscou-se coletar informações documentais que explicassem como surgiu o conflito entre MRS e SUDFER. Depois, estabelecer relações entre a mesa de diretores da MRS e seus acionistas majoritários, de forma a explicar de que forma a adoção de determinadas medidas de tarifa beneficiaria determinados grupos em detrimento de outros. Esta análise documental serve como base para identificar as motivações que sustentam o conflito entre acionistas minoritários e majoritários, além de responder quais benefícios poderiam advir da expropriação dos últimos.

Posteriormente buscou-se realizar uma análise documental para descobrir de qual forma o ativismo acionista se deu neste conflito entre o clube de acionistas SUDFER e a MRS Logística S/A, visando verificar se as ferramentas descritas em teoria foram as mesmas utilizadas pelo grupo de acionistas minoritários e o porquê de sua utilização. Também procurou-se analisar as mudanças nos indicadores financeiros da empresa a fim de justificar possíveis ações por parte da diretoria da MRS Logística S/A que beneficiassem seus principais controladores em detrimento dos seus acionistas minoritários.

Enfim, tenta-se resolver a questão de pesquisa “Como a MRS se tornou alvo do ativismo de acionistas, quais as causas e consequências desse ativismo? ”, analisando o histórico de incursões e disputas judiciais entre MRS Logística S/A e SUDFER. Também será mostrada a relação que a gestão da MRS possui com a gestão destas empresas

controladoras e como o *board interlocking* gera conflitos de interesses que podem ser uma das explicações possíveis para a forma com que o ativismo de acionistas se manifestou nesta empresa.

4 O CASO DA MRS

4.1 Contexto Histórico e Caracterização da Organização

No final da década de 1980, o Brasil passava por um período econômico delicado, com problemas relacionados a hiperinflação, insolvabilidade da dívida externa, burocratização e dúvidas a respeito da capacidade do estado de se autofinanciar. Entre as medidas econômicas lançadas pelo governo visando resolver estes problemas, uma delas apresentou um impacto significativo no mercado de transporte de cargas ferroviárias: O Programa Nacional de Desestatização (PND) (CORRÊA e BORGES, 2015).

Assim como mencionado anteriormente, o PND foi um conjunto de medidas do governo sancionadas pela Lei 8.031/90 que se incumbiam da realização de transferências, sejam elas definitivas ou provisórias, do controle de empresas públicas para o mercado privado (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

O governo possuía diversos objetivos com a implementação do PND, entre eles estavam o aumento da eficiência e qualidade da prestação de serviços, garantia de maior liberdade ao mercado e diminuição do déficit público através da arrecadação proveniente dos leilões de venda. A desestatização, como consequência, também deixava para a iniciativa privada a gestão de atividades que não fossem de competência exclusiva do estado (CORRÊA e BORGES 2015).

O programa de desestatização brasileiro não foi um movimento isolado. Ele fazia parte de uma tendência que surgira no início dos anos 80 e que era crítica à forma com que os governos tentavam implantar o estado de bem-estar social. Também é no início da década de 80 que diversos governos mundiais assumiram a proposta de minimizar o intervencionismo estatal e diminuir a interferência na economia por intermédio de empresas estatais (CORRÊA e BORGES, 2015).

Este contexto histórico internacional influenciou a aplicação de medidas semelhantes no Brasil, criando um ambiente favorável para a continuidade de medidas de desestatização de diversos setores da economia. (CORRÊA e BORGES, 2015). Em 1992, através do Decreto nº 473/92, o estado iniciou o processo de desestatização da malha ferroviária nacional e se comprometeu a transferir o controle da Rede Ferroviária Federal S/A (RFFSA) à iniciativa privada (ANTT, 2017).

A inclusão da Rede Ferroviária Federal S/A ao PND propiciou o início da transferência de suas malhas para a iniciativa privada durante um período de 30 anos, prorrogáveis por mais 30. Esse processo também resultou na liquidação da RFFSA, a partir de 07/12/1999. (ANTT, 2017)

A RFFSA foi colocada sobre concessão na forma de malhas ferroviárias independentes. Isso se deveu, principalmente, à relativa falta de conexão entre as diferentes malhas regionais e aos tamanhos de bitola diferentes utilizados em cada malha (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

A RFFSA foi dividida em seis malhas regionais, sendo elas as malhas oeste, centro-leste, sudeste, nordeste, sul e a ferrovia Tereza Cristina. Foi limitada a estas malhas (com exceção da malha nordeste), o tamanho de 20% do total de ações ao maior bloco acionário, tendo como resultado a formação de consórcios amplos para a aquisição de malhas regionais (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

A criação da MRS Logística S/A (MRS) foi um produto direto da onda de privatizações do sistema ferroviário nacional (ROCHA; SILVEIRA, 2009). A MRS foi constituída em 30 de agosto de 1996 para concorrer à privatização da Malha Sudeste da RFFSA, tendo adquirido o direito de operar a malha no leilão realizado em 20 de setembro daquele ano. O único participante do leilão foi o Consórcio MRS Logística, liderado pelos principais clientes da Malha Sudeste da RFFSA, que se tornaram os principais acionistas da MRS (MRS, 2017).

A MRS é hoje uma das principais empresas controladoras do sistema ferroviário nacional, como pode ser visualizado no quadro abaixo:

A MRS atua sob o regime de intervalos de tarifas, onde o intervalo superior é estabelecido pelo poder concedente (ANTT), de acordo com o item 8.1 da cláusula oitava do contrato de concessão. A função deste mecanismo é permitir a contínua competitividade dos preços praticados pelo modal ferroviário no transporte de cargas em relação aos demais modais disponíveis, além de impedir que a concessionária (MRS) utilize de práticas de cobrança abusiva para clientes que dependem unicamente deste meio para escoar sua produção (MINAS GERAIS, 2010; ANTT, 2017).

Hoje a MRS é responsável pelo transporte de diversos produtos, entre eles: contêineres, siderúrgicos, cimento, bauxita, produtos agrícolas, coque verde, carvão e minério de ferro. Entre os clientes da MRS estão a Vale, GERDAU, Votorantim, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Usiminas, Minerita, ArcelorMittal do Brasil, MMX, entre outros (MRS, 2017).

4.1.1 Estrutura Organizacional Geral

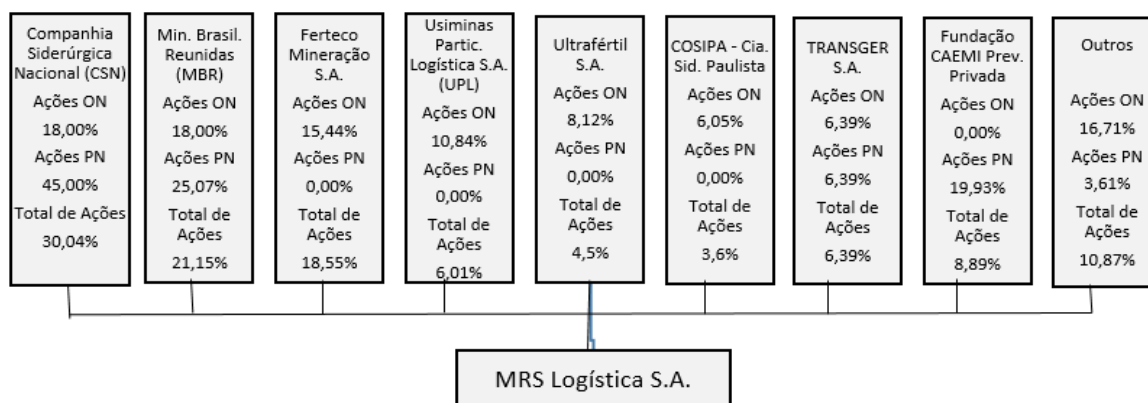
Durante a formação da MRS o único participante do leilão foi o Consórcio MRS Logística, constituído pelos principais clientes da Malha Sudeste da RFFSA (MRS, 2017). O consórcio MRS Logística foi constituído por CSN, MBR, Vale, Usiminas e a Gerdau. Juntas estas empresas representavam, até o ano de 2010, 79,2% do capital social da empresa (MINAS GERAIS, 2010). Esta composição inicial de empresas que compunham o consórcio, lideradas pela CSN, explicam em grande medida a estrutura de organizacional tanto histórica quanto atual da empresa.

Os acionistas da MRS no ano de 1996 (ano de sua constituição) foram CSN (30,04%), MBR (21,15%), Ferteco Mineração S/A (8,55%), Usiminas (6,01%), Ultrafértil S/A (4,5%), COSIPA – Cia. Sid. Paulista (3,6%), TRANSGER S/A (6,39%), Fundação CAEMI Prev. Privada (8,89%) e outros (10,87%).

As posições acionárias da empresa são uma fonte importante de informações a respeito do grau de concentração acionária em determinado período, tanto em relação ao número total de ações quanto em relação a ações de tipos específicos, tais como ações

ordinárias e preferenciais. Abaixo segue a composição acionária da MRS no ano de sua fundação, discriminadas as ações ordinárias e preferenciais:

Figura 3 – Porcentagem das Ações Preferenciais e Ordinárias entre Principais Acionistas (1996)



Fonte: Adaptado de BM&F Bovespa (2017)

Através da análise da estrutura de propriedade acima, é possível visualizar como são distribuídas as ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) da MRS no ano de sua fundação. As três maiores detentoras de ações ordinárias (ON), ou seja, àquelas com direito a voto, eram CSN (18,00%), MBR (18,00%) e Ferteco (15,44%).

As três maiores controladoras da empresa MRS na época possuíam 51,44% do total de ações ordinárias disponíveis no mercado, apresentando grau de concentração relativamente alto, embora abaixo do percentual médio observado por Marques *et al.* (2014). O estudo de Marques *et al.* (2014), em comparação, ao analisar a estrutura de propriedade e controle de empresas brasileiras do ano de 2004 a 2012, observou um percentual médio de 71,74% de ações com direito a voto estabelecido para os três maiores acionistas das empresas analisadas.

Embora a posição acionária inicial da MRS não conste a presença da Vale, que também passava pelo processo de privatização na mesma época, a até então Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) passa a se tornar um dos dois principais grupos controladores da MRS, junto à CSN, no ano de 2001, através da compra do controle acionário da CAEMI, que por sua vez detém controle sobre a MBR.

Já em relação ao ano de 2017, os principais acionistas são: MBR (32,9%), CSN (18,64%), Usiminas (11,1%), Vale (10,9%), Nacional Minérios S/A (10%), Congonhas Minérios S/A (8,63%) Gerdau (1,3%) e um grupo pulverizado de pequenos investidores (6,5%) (BOVESPA, 2017). Importante destacar que a MBR é uma empresa pertencente ao grupo Vale, sendo que ambas possuem propriedade direta sobre a MRS, como destaca Lazzarini (2011).

No ano de 2017 os 3 principais acionistas da empresa (MBR, CSN e Usiminas) possuíam o total de 62,64% do total de ações da empresa, demonstrando uma concentração de ações sob dos principais clientes da MRS (BOVESPA, 2017).

De acordo com a própria MRS, as empresas detentoras de ações da companhia constituem, por meio de representantes, o conselho de administração da empresa. Este conselho é o mais alto órgão de governança da MRS, responsabilizando-se pelo direcionamento estratégico global da companhia, pela decisão sobre os investimentos mais significativos, pela saúde e longevidade da organização, entre outras funções (MRS, 2017).

O quadro abaixo deixa clara a porcentagem de ações que cada controlador atualmente possui da MRS.

Figura 4 – Porcentagem das Ações Preferenciais e Ordinárias entre Principais Acionistas (2017)

Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)	Congonhas Minérios S.A.	Nacional Minérios S.A.	Min. Brasil. Reunidas (MBR)	Vale S.A.	Railvest Investments Inc.	Usiminas Partic. Logística S.A. (UPL)	Gerdau S.A.	Outros
Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON	Ações ON
14,13%	13,70%	0,00%	20,00%	19,26%	7,83%	19,92%	2,37%	2,79%
Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN	Ações PN
24,24%	2,33%	22,42%	48,99%	0,51%	0,00%	0,23%	0,00%	1,28%
Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações	Total de Ações
18,65%	8,63%	10,00%	32,93%	10,89%	4,34%	11,13%	1,31%	2,13%

MRS Logística S.A.

Fonte: Adaptado de Econoinfo (2017)

Através da análise da estrutura de propriedade acima, é possível visualizar como são distribuídas as ações ordinários (ON) e preferenciais (PN) da MRS atualmente. As

três maiores detentoras de ações ordinárias (ON), ou seja, àquelas com direito a voto, são a MBR (20,00%), Usiminas (19,92%) e Vale (19,26%).

As três maiores controladoras da empresa MRS constituíam 59,18% do total de ações ordinárias disponíveis no mercado, apresentando grau de concentração relativamente alto, embora novamente menor do que o percentual médio de 71,74% de ações com direito a voto concentradas nas mãos dos três principais acionistas observado na pesquisa de Marques *et al.* (2014).

Porém, ao analisar o total de ações ordinárias que os cinco maiores acionistas da MRS possuem, o valor sobe para 87,01% do total de ações ordinárias, nível de concentração maior que a média de 82% encontrada por Valadares e Leal (2000), referente a média observada em empresas brasileiras no final do ano de 1996. Essas informações demonstram que, atualmente, a empresa MRS possui um elevado grau de concentração de ações com direito a voto, se forem considerados os seus cinco maiores controladores. (ECONOINFORM, 2017).

A concentração de propriedade observada é relevante, pois de acordo com autores como La Porta *et al.* (1999), existe forte correlação negativa entre a qualidade da proteção legal dos investidores e o nível de concentração da propriedade das ações, fornecendo indícios para afirmar que o contexto de baixa proteção legal tenha sido um dos fatores que favoreceriam a existência de concentração acionária.

Em relação ao conselho de administração da empresa, a análise de dados históricos de sua composição fornecida pela BOVESPA (2017) permitiu estabelecer se haveria relações de *board interlocking* entre o conselho de administração da MRS e de suas empresas controladoras. Além disso, a análise de cada membro do conselho fornece evidências que permitem levantar hipóteses relacionando a composição do conselho com variações das tarifas cobradas e as margens de lucro da empresa.

No primeiro ano após a constituição da MRS, em 1997, o conselho de administração da empresa era constituído por 13 conselheiros e um presidente do conselho administrativo. Ao longo dos anos de 1998, 1999, 2000 e 2001, o conselho variou tanto em tamanho quanto em composição, tendo sido substituídos alguns de seus

membros. A renovação da composição do conselho administrativo da MRS do ano de 2001 para 2002 se destacou em relação aos demais anos, devido a saída de quatro dos membros mais antigos do conselho até então (Marcus Jurandir De Araújo Tambasco, Georg Josef Schmid, Luiz Antônio Bonagura e Wanderlei Viçoso Fagundes), assim como a saída do até então presidente do conselho desde a constituição da empresa (José Paulo de Oliveira Alves). É relevante destacar que o presidente do conselho administrativo da MRS ocupou, no mesmo período, a função de membro do conselho administrativo da CSN, uma das principais empresas controladoras da MRS até então (BOVESPA, 2017).

O estudo dos registros da composição do conselho de administração da MRS do ano de 1997 a 2017 permitiu observar as movimentações de membros individuais destes conselhos e a relação que eles estabeleciam com demais empresas controladoras da MRS. O objetivo é verificar se membros da mesa de diretores da MRS fazem parte de diferentes conselhos de administração de diferentes empresas ao mesmo tempo, gerando assim uma relação entre estas empresas que pode afetar o valor das mesmas, o que se enquadraria na definição de *board interlocking*, de Fich e White (2001).

De acordo com informações históricas da própria empresa (MRS, 2017), corroborados por dados fornecidos à BOVESPA, foi possível observar que um dos membros do conselho de administração da MRS, Wanderlei Viçoso Fagundes, cumpriu cargos simultâneos em empresas controladoras, tendo exercido cargos de diretoria e presidência do grupo CAEMI (comprado pela Vale e Mitsui em 2001) e de diretoria na MBR. Wanderlei Viçoso Fagundes permaneceu na função de membro do conselho administrativo da MRS de 1997 a 2001, tendo ocupado o cargo de presidente do conselho administrativo no ano de 1999. Após sua saída do conselho de administração da MRS, o mesmo exerceu a função de membro do conselho de administração da Vale.

Outro ex-membro do conselho de administração da MRS cuja atuação em empresas controladoras se destacou foi Oscar Augusto de Camargo Filho, que atuou no período de 1997 a 1999 e chegou a ocupar o cargo de presidente do conselho no ano de 1998. Enquanto atuava como membro do conselho administrativo da MRS, atuou no grupo CAEMI, que à época era um dos controladores da MRS. Entre os cargos

assumidos na CAEMI, estão os de executivo, membro do conselho de administração e de presidência.

Como último exemplo, José Paulo de Oliveira Alves, ex-membro do conselho de administração da MRS do período de 1997 a 2001 e ex-presidente do mesmo conselho nos anos de 1997, 2000 e 2001, atuou como membro do conselho de administração da CSN (1997 a 2002). Além disso, atuou como presidente da CSN USA (2001 a 2003) e diretor executivo (1998 a 2003). Antes de trabalhar no conselho de administração da MRS, atuou como presidente da MBR de 1990 a 1996.

Em relação à composição do conselho de administração da MRS de forma geral, no ano de 2016, a análise de dados fornecidos pela própria empresa em seu site oficial revela que de um total de 10 membros do conselho, 8 desempenhavam cargos em uma ou mais empresas controladoras da MRS. Estas empresas são CSN, MBR, NAMISA, Usiminas e Vale. Os cargos desempenhados nestas empresas são majoritariamente de diretor e membro do conselho de administração (MRS, 2017).

É relevante destacar que estas empresas controladoras, CSN, MBR, Usiminas e Vale, além da Gerdau, são citadas como réus na ação de reparação de danos materiais e morais movida pela SUDFER junto à CVM referente a aplicação de tarifas subapreciadas visando o favorecimento dos controladores majoritários da MRS (MINAS GERAIS, 2010).

No ano de 2017, de um conselho formado por 9 indivíduos, dos quais 8 ocupam cargos em uma ou mais empresas controladoras da MRS. As empresas controladoras da MRS as quais os membros do conselho administrativo ocupavam cargos mutuamente eram CSN Vale, Usiminas e Gerdau. Os cargos ocupados pelos membros do conselho administrativo da MRS nestas empresas são de gerência, diretor e membro do conselho administrativo (MRS, 2017).

O levantamento de dados pontuais a respeito das ligações entre membros do conselho de administração da MRS, além de explicitar a existência de *board interlocking* ao longo da existência da empresa, ainda fornecem indícios que relacionam

as mudanças em sua mesa de diretores com oscilações em indicadores financeiros da empresa.

4.2 A SUDFER

A Sociedade de Participação dos Ferroviários da Malha Sudeste (SUDFER), atualmente denominada Clube de Investimento dos Ferroviários da Malha Sudeste (Clube SUDFER) foi criada em dezembro de 1994. A sua constituição visava primeiramente permitir a participação de ex-funcionários da RFFSA (especificamente da Superintendência Regional 2 e 3 – SR2 e SR3) no processo de compra de ações da MRS, conforme previsto no edital de privatização da RFFSA (SUDFER, 2017).

A criação desta sociedade é um subproduto dos processos de desestatização conduzidos pelo PND nos anos 90. O processo de desestatização da malha sudeste da RFFSA previu a participação de ex-funcionários nas discussões da forma com que o processo de desestatização seria conduzido, influenciando na elaboração de seu edital de privatização (SUDFER, 2017).

Desta reunião de ex-empregados e aposentados da RFFSA nasceu o Clube de Investimento dos Ferroviários da SUDFER – Clube SUDFER, composto de 2.408 (dois mil quatrocentos e oito) associados, detendo aproximadamente 0,6% do capital social da MRS, o que totaliza 2.021.993 (dois milhões, vinte e um mil, novecentos e noventa e três) ações adquiridas (MINAS GERAIS, 2010).

A posterior mudança de denominação oficial de sociedade para clube de investimentos foi devido à procura por um nome que tivesse adequação jurídica com as atividades de compra de ações, dividendos e, posteriormente, possíveis vendas de patrimônio que a entidade exerce ou irá exercer (SUDFER, 2017)

Atualmente a SUDFER possui dois grupos de associados: O primeiro, constituído por 1570 indivíduos, participou da compra de duas ofertas de ações. O segundo, constituído por 839 membros, por sua vez, participariam apenas da compra da segunda oferta de ações que acabou não se concretizando por carência de recursos (SUDFER, 2017).

4.2.1 Conflito SUDFER x MRS

A história da formação da MRS demonstrou o profundo impacto que o PND teve sobre a concentração da estrutura de propriedade e controle desta empresa. Conforme foram sendo criados editais de privatização para empresas até então sob administração governamental, abriram-se precedentes para a ocorrência de compras de ações com direito a voto de clientes que se utilizavam dos serviços oferecidos pelas estatais. No caso específico da MRS, empresas do setor metalúrgico e minerador que se utilizavam do transporte e escoamento puderam se verticalizar sobre esta empresa logística, tornando-se seus controladores (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

À época da constituição da MRS, o edital de privatização da RFFSA previa a possibilidade de que seus empregados e aposentados adquirissem até 10% do total de ações. O regulamento dos transportes ferroviários também estabeleceu que um acionista não detivesse mais do que 20% do capital votante ao longo do prazo da concessão (com exceção da malha nordeste, onde o limite era de 40%), prevendo desde o início a possibilidade de concentração do controle na mão dos usuários da ferrovia (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

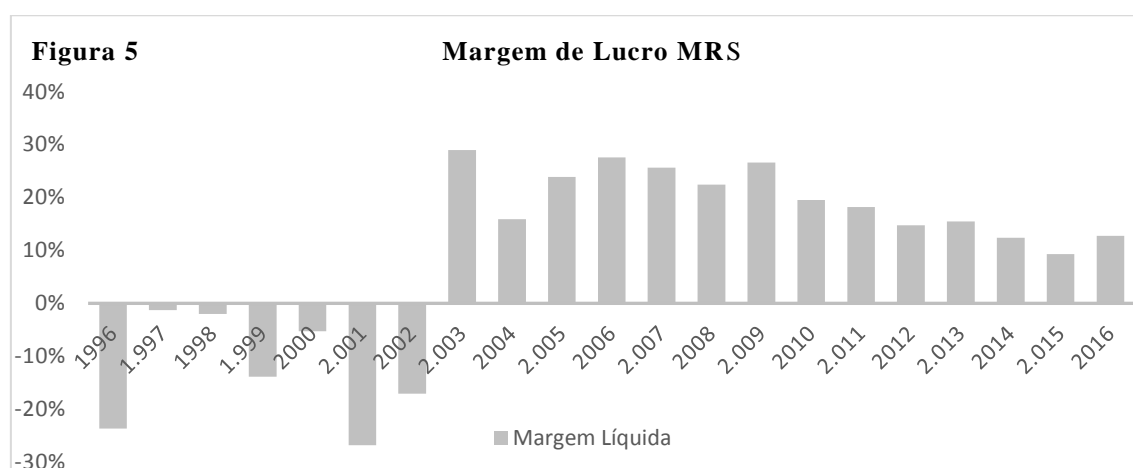
O Clube SUDFER, constituído por empregados, ex-empregados e aposentados da antiga RFFSA, obteve o financiamento junto ao Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) e ao extinto Banco Bandeirantes para participar da compra de parte das 15.000.000 de ações disponibilizadas a eles, como previsto no edital de concessão. Durante a primeira oferta de ações, o Clube realizou a compra de 2.021.993 ações, correspondentes à época a 1,38% do capital social da MRS (MINAS GERAIS, 2010).

Após a compra por parte do Clube SUDFER do primeiro lote de ações da MRS, esperava-se a ocorrência de lucro financeiro e, por consequência, distribuições de dividendos, como o histórico superavitário da malha sudeste da RFFSA sugeria (MINAS GERAIS, 2010).

A partir da privatização da RFFSA e criação da MRS, a sequência de prejuízos e, consequentemente, a ausência de distribuição de dividendos que se seguiu e continuou

por um período prolongado colocou a SUDFER em situação financeira delicada, deixando o clube próximo a insolvência e impossibilitando a compra da segunda oferta de ações, fazendo sua participação no capital social total da empresa cair de 1,38% para aproximadamente 0,6%. A falta de pagamento de dividendos fez com que a mesma buscasse garantir a reparação de prejuízos junto à CVM, devido a possível expropriação por parte dos controladores (MINAS GERAIS, 2010).

A figura 5 demonstra a evolução histórica da margem de lucro líquido da MRS, saindo do prejuízo observado desde a privatização, no ano de 1996, até 2002 (onde observa-se margem líquida negativa), passando a lucro líquido nos anos seguintes (BM&F BOVESPA, 2017):



Fonte: Demonstrações Financeiras Padronizadas - BM&F Bovespa (2017)

Figura 5 – Elaborada pelo autor com dados obtidos das demonstrações financeiras padronizadas. Margem Líquida = Lucro Líquido/Receita Operacional Líquida.

De acordo com a análise documental, as razões que fundamentam a crença na expropriação deliberada por parte da gestão da MRS levantadas pela SUDFER foram: o controle majoritário da MRS por empresas usuárias; a repentina inversão de lucro em prejuízo operacional a partir do ano de sua privatização e, por fim, a não alteração das taxas cobradas para transporte de cargas à determinados clientes, que foram consideradas subvalorizadas pela SUDFER e por inquérito administrativo conduzido pela CVM (MINAS GERAIS, 2010; SUDFER, 2017).

As de manipulação conveniente de tarifas por gestores da MRS que, por sua vez, representavam os interesses dos principais clientes controladores da mesma, é reforçado pela observação por parte da SUDFER, em ação movida junto a CVM, de que mesmo havendo a substancial diminuição de mais de 50% do número de funcionários da antiga RFFSA na época da constituição da MRS, aumento da quantidade de carga transportada e aumento do valor dos minérios transportados, a mesma continuou a sofrer prejuízos, deixando de distribuir dividendos por um período de 9 anos (MINAS GERAIS, 2010).

As evidências de expropriação levaram a SUDFER a protocolar uma denúncia à CVM em janeiro de 2000, visando apurar a eventual ocorrência de irregularidades relacionadas ao estabelecimento de tarifas de transporte ferroviário que visavam converter a MRS em uma espécie de órgão de custo de suas controladoras. Através de denúncia enviada pela SUDFER, foi aberto processo administrativo nº. RJ 2000/0092 e realizada uma inspeção breve em agosto de 2000. Em fevereiro do mesmo ano, menos de trinta dias após a realização da denúncia, através do memorando interno da CVM, foi notificada o arquivamento do processo baseado nas conclusões da inspeção apurada, devido a consideração por parte da CVM da falta de fundamento da denúncia apresentada SUDFER (MINAS GERAIS, 2010).

As justificativas para os seguintes anos incorrendo em prejuízos dada pela gestão da MRS ao corpo técnico responsável pela inspeção foram o aumento da dívida em dólares da empresa, originada da desvalorização do real frente ao dólar advinda da recém adotada política de câmbio flutuante conduzida pelo governo e aplicada no ano de 1999, a aplicação das tarifas sem violação dos limites estabelecidos pelo poder concedente e o aumento de gastos com investimentos e ampliação da capacidade transportada (MINAS GERAIS, 2010).

Após recorrer da decisão de arquivamento, um novo processo foi protocolado pela SUDFER em 12 de outubro 2002, referente a mesma queixa de abuso de poder através de manipulação de tarifas para clientes realizada pelos principais controladores. Dois meses após a nova denúncia, o aumento das tarifas cobradas às empresas cativas é provisionado e sancionado. A denúncia, em abril de 2003, é arquivada pela

Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI). Após recurso, a mesma é conduzida à CVM (MINAS GERAIS, 2010).

É importante notar que, nesta fase do embate entre SUDFER e MRS, embora não se possa comprovar uma relação de causalidade explícita, há indício de que a ação de ativismo da SUDFER tenha influenciado para que, apenas dois meses após a denúncia protocolizada junto à CVM, ocorresse em dezembro de 2002 o provisionamento e sancionamento do aumento das tarifas cobradas às empresas cativas (à época correspondentes a 80% do faturamento da MRS), o que se refletiu em aumento subsequente na margem de lucro da empresa (MINAS GERAIS, 2010).

A impossibilidade de estabelecimento de uma relação de causalidade clara entre a ação de ativismo e a tomada de decisão foi mencionada pela pesquisa de Gillan e Starks (2000), que apontou como incerta a efetividade da pressão do ativismo como causador de mudanças gerenciais com impacto sobre valor da empresa. Mudanças, tais como alterações da mesa de diretores, nas políticas de preços, nas políticas de remuneração, entre outras, podem ser motivadas por fatores não relacionados com o ativismo em si, como pressões de mercado, por exemplo (GILLAN e STARKS, 2000).

Em 2003, devido ao aumento das receitas, a concessionária faz previsão do pagamento de dividendos aos acionistas. No mesmo período, a segunda denúncia realizada pela SUDFER resulta em uma nova inspeção, desta vez mais completa, abrangendo o período de 22/03/2004 a 04/11/2004. O inquérito da CVM desta vez identifica indícios de irregularidade relativos à política de correção cambial, irregularidades na política de cobrança tarifária aplicada pela MRS, exercício abusivo do poder por parte dos acionistas controladores da companhia em benefício dos controladores e o descumprimento do dever de diligência (MINAS GERAIS, 2010).

O relatório verificou, entre outras questões, as discrepâncias entre os valores cobrados às empresas cativas, ou seja, aquelas que tem como opção de transporte apenas a malha ferroviária da MRS, e as não-cativas, aquelas que possuem a possibilidade de escoar sua produção por demais modais, tais como o rodoviário por exemplo (MINAS GERAIS, 2010).

Os inspetores da CVM identificaram que em diversos fluxos analisados, a tarifa cobrada manteve-se sem ajuste do período de dezembro de 1996 a março de 1999, mesmo havendo reajuste positivo do teto máximo permitido pela união para a cobrança da tarifa. Em determinados fluxos, de determinadas empresas cativas, o valor cobrado era de aproximadamente 49% do teto permitido pelo poder concedente (ANTT). Como medida de comparação, o valor cobrado pela MRS para empresas não cativas e que não fazem parte do grupo controlador da MRS, a porcentagem era de 80 a 100% do teto da tarifa permitido (MINAS GERAIS, 2010).

De acordo com dados fornecidos pelo processo nº 0497166-34.2010.8.13.0145, referente ao relatório de inspeção da CVM, a tarifa cobrada pela MRS para um fluxo de pagamento específico variou entre 48 e 57,4% da tarifa máxima. Tendo como exemplos os fluxos de pagamento os da CSN, no período de dezembro de 1998 a dezembro de 2003 e da MBR, de dezembro de 1996 a março de 1999, ambas clientes cativas da MRS (MINAS GERAIS, 2010).

Observa-se que clientes não-cativos, no período anterior ao reajuste, pagaram valores maiores que os cativos. Teoricamente os clientes cativos pagariam mais e não o contrário, como foi observado. A justificativa para isso é que clientes não-cativos, por possuírem outras opções de transporte, tenderiam a escolher a opção menos dispendiosa, forçando as tarifas cobradas pela MRS a se adequarem às taxas de mercado. Foi observado que a taxa média cobrada por clientes não cativos variava entre no mínimo de 83% a até 100% do teto de cobrança permitida pela ANTT (MINAS GERAIS, 2010).

Os dados apontados acima são apontados pela SUDFER como indícios da prática ilegal e do abuso de poder por controladores na MRS, fazendo com que dinheiro fosse transferido desta para as controladoras e transferindo junto o valor dos acionistas minoritários (MINAS GERAIS, 2010; SUDFER, 2017).

Em agosto de 2008, em relatório técnico conclusivo, a comissão de inquérito da CVM responsabilizou diretores e administradores da MRS, além da Vale e da CSN, por má gestão tarifária. A prática foi caracterizada por tarifas subavaliadas, em benefício dos clientes/acionistas controladores, comprovada em decorrência da falta de revisão da

modelagem tarifária, conforme demonstrações financeiras da MRS demonstram (SUDFER, 2017).

Em julgamento realizado em 2009, no entanto, o colegiado da CVM absolveu todos os acusados, apesar de todos os dados fornecidos pela defesa da SUDFER e levantados pela investigação da CVM, dando continuidade ao embate (SUDFER, 2017).

A dinâmica de processos entre SUDFER e MRS que foi descrita é em grande parte resumida pelas tabelas 2 e 3:

Tabela 2 Processos do Clube SUDFER contra a MRA Logística S.A.

Processo nº	Objeto da Ação	Observação
0529364-27.2010.8.13.0145 (7ª Vara Cível de JF)	Pedido de indenização por dano material.	Perdas referentes a política tarifária.
0497166-34.2010.8.13.0145 (8ª Vara Cível de JF)	Pedido de revisão da 2ª oferta de ações da MRS Logística S.A. em função da má política tarifária.	O CLUBE SUDFER requer que o grupo controlador lhe venda as ações a que teve direito quando da 2ª oferta de ações.
5446603-98.2009.8.13.0145 (3ª Vara Cível de JF)	Receber Dividendos referentes aos anos de 2003 e 2004.	Parte já executada e parte em execução final.
0152119-89.2010.8.19.0001 (29ª Vara Cível do RJ)	Cancelar a eleição do representante dos empregados como membro do Conselho de Administração.	Os requisitos para eleição pela MRS Logística S.A. ferem o que determina a lei.
00025483-77.2010.4.2.5101 (32ª Vara Federal do RJ)	Nulidade do julgamento da CVM.	O julgamento desconsiderou o relatório técnico da própria CVM, e o relator do julgamento se encontrava impedido por lei.

Fonte: Adaptado de Sudfer (2011)

A tabela 3, por sua vez, descreve os processos movidos pela MRS contra a SUDFER, como resposta as ações de pressão do clube de investimento. De acordo com a própria publicação da SUDFER (2017), tais ações movidas pela MRS teriam como intuito intimidar as ações de ativismo do clube. A MRS, por sua vez, descreve as ações como uma resposta a acusações infundadas por parte do clube de investimento, como descrito em sua defesa nos processos movidos pela SUDFER.

Tabela 3 Processos do MRS Logística S.A. contra o Clube SUDFER

Processo nº	Objeto da Ação	Observação
5394352-87.2009.8.13.0145 (7ª Vara Cível de JF)	Pedido de dano moral	Solicitam o dano em função das publicações na imprensa que estariam prejudicando a imagem da empresa.
0407635-97.2011.8.13.0145 (5ª Vara Cível de JF)	Pedido de aplicação de multa e dano moral.	Impedir que o Clube faça novas publicações contendo o nome da concessionária.
2245316-61.2005.8.13.0145 (3ª Vara Cível de JF)	Cobrança do empréstimo ao CLUBE SUDFER.	Empréstimo realizado para pagamento de parte do financiamento contraído no Unibanco para compra da 1ª oferta de ações aos empregados.

Fonte: Adaptado de Sudfer (2011)

O conflito entre SUDFER e MRS, empresa caracterizada por uma estrutura de controle dividida entre acionistas minoritários e controladores majoritários que, ao mesmo tempo, são seus principais clientes, demonstra a importância da correta aplicação das diretrizes e recomendações da Lei das S.A.s. A concentração de poder de voto e propriedade nas mãos de usuários é um exemplo de estrutura que contraria os termos do Art. 156 e 245 da Lei nº 6.404/76, descritos da seguinte forma:

Conflito de Interesses

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

SEÇÃO III

Responsabilidade dos Administradores e das Sociedades Controladoras

Administradores

Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

(BRASIL, Lei nº 6.404, 1976, art. 156; 245)

Os respectivos artigos da Lei nº 6.404/76 ajudam a garantir a proteção de interesses de outros acionistas e demais *stockholders* da empresa e devem ser levados em conta na elaboração de editais e licitações conduzidas pelo governo para privatização ou concessão de empresas públicas.

A estrutura de propriedade, como destacaram Jensen e Meckling, (1976), La Porta *et al.* (1998), Valadares e Leal (2000), Marques *et al.* (2014), entre outros, é um fator que influencia diretamente no risco de conflitos e custos de agencia e, neste caso específico,

conflito entre acionistas majoritários e minoritários. No caso da MRS a estrutura de propriedade e controle inicial e atual da empresa, concentrada nas mãos de usuários da ferrovia, não apenas atuou a favor do surgimento de conflitos de interesse, como gerou batalhas judiciais e o potencial desgaste a imagem da MRS e, principalmente, de suas controladoras.

Neste estudo de caso observou-se claramente os ganhos que estruturas piramidais trazem para grupos de acionistas específicos, como descrito por Wolfenzon (1999). O autor explica que a maior parte das estruturas de propriedade de múltiplas firmas consistem de estruturas piramidais e explica que isso se deve aos benefícios marginais que os empresários teriam nesta forma estrutura de propriedade, formada por múltiplas empresas relacionadas, os chamados ‘grupos econômicos’ por Lazzarini (2011).

Rocha e Silveira (2009) complementaram ao salientar o impacto que a vocação para o transporte de minérios da MRS teve como fomentador deste processo de verticalização de empresas do setor siderúrgico e mineração sobre a área de logística ferroviária. O transporte de cargas de baixa variedade, sendo apenas o minério de ferro e produtos siderúrgicos equivalentes a 70% do total de carga transportada, deixava a empresa mais exposta a atuação de um grupo menor de contratantes de seus serviços, o que deixaria a empresa mais vulnerável aos conflitos que se sucederam.

A sequência de privatizações que ocorreram ao longo dos anos 90 deram lições sobre a importância do alinhamento entre os diversos grupos envolvidos, fontes de financiamento e mecanismos regulatórios durante a implementação do processo de desestatização (ROCHA e SILVEIRA, 2009).

É importante perceber que, principalmente em mercados emergentes e dominados por grandes grupos econômicos e famílias, a aplicação de mecanismos eficazes de governança corporativa alinhada à existência de instituições fortes e eficazes na proteção de direitos de minoritários pode auxiliar na mitigação de conflitos de agência, além de ajudar a combater os impactos negativos que o *board interlocking* gera sobre o valor dos demais *stockholders* (DHARWADKAR *et al.*, 2000; LAZZARINI, 2011).

A falta de um marco regulatório claro relativo a concessão de serviços ferroviários nos primeiros anos foi outro fator apontado por Rocha e Silveira (2009) que justifica a verticalização no setor ferroviário e que até hoje se reflete no fomento de conflitos entre acionistas deste setor, como foi evidenciado no caso em questão.

5 RESULTADOS

A análise das informações bibliográficas e documentais levantada pela presente pesquisa buscou explorar as razões que explicassem, dadas as teorias atuais, como ocorreu o conflito entre MRS e SUDFER, assim como suas causas e consequências.

Percebe-se uma ampla variedade de fatores identificados no caso em questão, que foram apontados pelos autores pesquisados como potenciais causas de conflitos entre acionistas, mais especificamente conflitos entre acionistas minoritários e majoritários.

Neste trabalho, com base em pesquisas tais como as de Jensen e Meckling (1976), La Porta *et al.* (1999), Wolfenzon (1999), Rocha e Silveira (2009), entre outros diversos autores, pode-se destacar os papéis do *board interlocking*, da concentração de controle e propriedade, das estruturas de controle piramidais, de assimetrias de informação, de características próprias da empresa (como sua natureza de atuação) e do contexto histórico no fomento destes tipos de conflitos.

A pesquisa de Morck *et al.* (1988) destacou-se nesse caso em questão por evidenciar o efeito entrenchamento, demonstrando o potencial que a concentração do controle da empresa possui para influenciar negativamente o seu valor e, consequentemente, o valor gerado a seus acionistas. O efeito negativo observado se deve principalmente à maior possibilidade de acionistas majoritários controlarem as decisões da empresa visando benefício próprio ou de grupos dos quais eles pertencem, expropriando indiretamente outros acionistas minoritários (MORCK *et al.*, (1988)), o que vai de encontro com o que as evidências processuais (MINAS GERAIS, (2010)) apontam.

Embora Jensen e Meckling (1976) e Morck *et al.* (1988) sugerissem que o aumento da parcela de ações com direito a controle nas mãos dos gestores pudesse, através do chamado efeito alinhamento, gerar impactos positivos para o valor da empresa (mesmo que de forma não linear), Wolfenzon (1999) e Lazzarini (2011) mostraram que quando o fenômeno de concentração se alinha com estruturas de controle piramidais e verticalizadas, a empresa fica sujeita a interesses de grupos que não necessariamente se alinham com o objetivo de maximização do valor da empresa, trazendo prejuízos aos minoritários e aumentando o risco da ocorrência de ações de ativismo.

Em relação a estrutura de propriedade concentrada observada na MRS, o estudo de La Porta *et al.* (1999) levanta o papel que ambientes de jurisdição ineficiente possui para o estabelecimento de estruturas de propriedade mais concentradas, dado que em tais ambientes, estruturas de maior concentração compensariam o risco mais elevado de expropriação de minoritários por majoritários. Embora esta seja uma causa para tal concentração observada, as evidências levantadas (SUDFER, 2017; MINAS GERAIS, (2010)) apontam para um papel, no mínimo, igualmente importante do contexto histórico e do processo de concessão da malha da RFFSA, que permitiu que seus principais clientes comprassem largas porções do controle acionário da recém-criada concessionária (ANTT, 2017).

Outra informação relevante levantada foi a confirmação da ocorrência do fenômeno de *board interlocking* ao longo do tempo na MRS. A conclusão, levantada a partir da definição de *board interlocking* de Fich e White (2001), levanta indícios para a existência de relação entre a composição do conselho de administração da MRS e a tomada de decisões prejudiciais ao lucro da empresa.

A pressão constante por meio de ações judiciais iniciadas pela SUDFER pode ter tipo impacto nas mudanças bruscas do conselho de administração da MRS do ano de 2001 para 2002. A alteração do conselho de administração e as mudanças das políticas tarifárias ocorrida em dezembro de 2002 indicam a efetividade da influência do ativismo exercido pelo Clube SUDFER nas decisões gerenciais da empresa.

Fich e White (2001) afirmam em sua pesquisa que o *board interlocking* possui influência na definição de estratégias e tomada de decisões nas corporações, além de impactar na efetividade da aplicação de práticas de governança corporativa. No caso específico da MRS, apesar da abundância de indícios, a relação de causalidade entre a composição do conselho e a expropriação da empresa não pode ser verificada.

Porém fica claro, com base nas evidências documentais (MINAS GERAIS, 2011), que o *board interlocking* influenciou positivamente na ocorrência de ativismo de acionistas que observaram possíveis conflitos de interesses entre os membros do conselho e o intuito de maximização do lucro da MRS.

A coincidência da ocorrência de *board interlocking* com a ocorrência de prejuízos associados à composição da mesa de diretores da MRS vai de encontro com Fich e White (2001) e Santos e Silveira (2007) a medida que os autores constatarem uma correlação negativa entre a existência de relacionamentos entre diferentes conselhos administrativos e o valor da empresa, não sendo a MRS uma exceção a abundância de empresas brasileiras das quais esta prática é recorrente, de acordo com os autores.

O presente estudo também oferece evidência pontual para algumas das conclusões do estudo de Goranova e Ryan (2013) que demonstrou que este ativismo de acionistas ocorre com maior frequência em empresas com conselhos entrincheirados e em empresas que estão sofrendo com baixa performance.

As evidências documentais levantadas neste estudo também dão suporte para as afirmações de La Porta *et al.* (1999) e Neto (2014) de que tanto a existência quanto a efetiva aplicação de legislação específica de proteção a minoritários possui grande impacto preventivo sobre a ocorrência de expropriação de minoritários e, conseqüentemente, na ocorrência de ativismo de acionistas. Como observado por La Porta *et al.* (1999), a existência de um ambiente legal desfavorável à proteção dos acionistas minoritários é um fator que explica em parte a não resolução rápida para o conflito entre SUDFER e MRS.

Complementando as conclusões dos autores La Porta *et al.* (1999), as informações coletadas em documentos e processos entre SUDFER e MRS destacam não

apenas a necessidade da existência de mecanismos legais rígidos de proteção aos acionistas minoritários, que no Brasil já são representados pela Lei das S.A.s. As evidências empíricas desta pesquisa apontam que a existência de legislação rígida de proteção aos acionistas e demais *stakeholders* deve ser acompanhada de instituições eficazes e independentes, que tenham a autonomia para aplicar leis, garantindo punição de expropriações ilegais e resolução rápida de conflitos (MINAS GERAIS, 2010).

As informações disponíveis em ações movidas pela SUDFER deixaram claro que restrições à ocorrência de verticalizações de clientes, por parte dos responsáveis pela elaboração do edital de licitação da malha sudeste da RFFSA, assim como o correto cumprimento dos artigos previstos pela Lei das S.A.s, poderiam ter ajudado a mitigar a possibilidade de ocorrência deste conflito (MINAS GERAIS, 2010).

O fato da MRS, uma empresa de grande porte e visibilidade, ter sofrido com ações de ativismo de acionistas, vai de acordo com as conclusões de Sjotröm (2008) de que este tipo de empresa costuma sofrer com maior frequência com a ação de ativismo de acionistas. Como Sjotröm (2008) destaca, o maior porte da empresa e sua consequente maior visibilidade se correlacionam positivamente com a probabilidade de ocorrência de ativismo de acionistas, devido a maior pressão social, maior impacto a imagem e maior chance de compensações que sobressaiam os custos despendidos com o ativismo.

Em relação a influência de fatores históricos, destaca-se o papel desempenhado pelo PND sobre o processo de concentração de propriedade e controle inicial da empresa, ao observarmos como as posições acionárias da empresa no período de sua constituição ainda influenciam a composição e tamanho destas posições até hoje (CORRÊA e BORGES, 2015).

Como um dos últimos pontos apontados como causadores de conflitos entre os acionistas minoritários e majoritários está a emissão de dois tipos de ações. Esse ponto específico foi abordado por La Porta *et al.* (1999), que indicou que este tipo de questão tem pouca importância diante da hegemônica utilização de estruturas de propriedade piramidais como principal mecanismo utilizado para separar propriedade e controle.

De forma geral pode-se identificar uma forma de conflito relativamente diferente daquela sugerida por Jensen e Meckling (1976) em sua Teoria da Agência. Nesse caso específico os gestores estão agindo no interesse dos controladores. É possível inferir que as decisões dos gestores refletem as intenções dos controladores. Ao contrário do exemplo clássico, onde os gestores expropriavam em detrimento dos proprietários, no caso da MRS os gestores representam os interesses dos proprietários, embora seja apenas o interesse de proprietários controladores, excluindo os minoritários e expropriando-os.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa abre a possibilidade de novas pesquisas que avaliem, comparativamente, o desempenho de empresas do setor de logística ferroviária, procurando encontrar correlações entre a presença de *board interlocking* nesse setor com o valor das empresas que o compõe.

É importante ressaltar as limitações metodológicas do estudo, que por sua própria natureza exploratória e por ser baseado em um caso único, acaba apresentando um aspecto da realidade relativamente superficial. A realização de outros casos semelhantes e uma coleta de dados de mais de uma empresa podem fornecer informações relevantes que confirmem ou contradigam hipóteses e teorias apresentadas neste estudo.

A análise do grau de concentração acionária voltada para empresas do setor logístico e mineração poderia deixar mais clara a relação entre concentração e diminuição do valor das empresas, ajudando assim a sustentar a hipótese do entrincheiramento com dados específicos deste setor.

A singularidade deste conflito se mostrou uma oportunidade nova de aplicação dos referenciais teóricos que sustentam os estudos sobre práticas de boa governança corporativa e sustentam a Teoria da Agência, demonstrando na prática a real generalidade do problema de agência, assim como postulado por Jensen e Meckling (1976).

7 REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. Disponível em: <<http://www.antt.gov.br>>. Acesso em: 10 jan. 2017.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. The modern corporate and private property. **McMillian, New York, NY**, 1932.

BOVESPA. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 25 de maio de 2017.

BRASIL. Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 17 jan. 2017.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLARK, Gordon L.; SALO, James; HEBB, Tessa. Social and environmental shareholder activism in the public spotlight: US corporate annual meetings, campaign strategies, and environmental performance, 2001–04. **Environment and Planning A**, v. 40, n. 6, p. 1370-1390, 2008.

CLUBE DE INVESTIMENTO DOS FERROVIÁRIOS DA MALHA SUDESTE. Disponível em: <http://www.sudfer.com.br/?page_id=36>. Acesso em: 05 de jan. 2017.

CORRÊA, Andrey Lucas Macêdo; BORGES, Alexandre Walmott. AS ALTERAÇÕES DO ESTADO BRASILEIRO: AS MODIFICAÇÕES DAS EMPRESAS ESTATAIS BRASILEIRAS NA DÉCADA DE 1990. **REI-REVISTA ESTUDOS INSTITUCIONAIS**, v. 1, n. 1, p. 356-301, 2016.

CRISÓSTOMO, Vicente L.; GONZÁLEZ, Eleutério V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, n. 1, p. 139-155, 2006.

DAMI, Anamélia Borges Tannus; ROGERS, Pablo; DE SOUSA RIBEIRO, Kárem Cristina. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus**, v. 5, n. 2, 2007.

DAVIS, Gerald F.; GREVE, Henrich R. Corporate elite networks and governance changes in the 1980s. **American journal of sociology**, v. 103, n. 1, p. 1-37, 1997.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of political economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

EASTON, Geoff. Critical realism in case study research. **Industrial marketing management**, v. 39, n. 1, p. 118-128, 2010.

ECONOINFO. Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=17949>>. Acesso em: 20 de jan. 2017.

FALEYE, Olubunmi. Cash and corporate control. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 5, p. 2041-2060, 2004.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FERRI, Fabrizio; SANDINO, Tatiana. The impact of shareholder activism on financial reporting and compensation: The case of employee stock options expensing. **The Accounting Review**, v. 84, n. 2, p. 433-466, 2009.

FICH, E.; WHITE, L. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?. New York University Center for Law and Business Working Paper #CLB-01-002. Abril, 2001.

FORJAN, James M. The wealth effects of shareholder-sponsored proposals. **Review of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 61-72, 1999.

FREEMAN, R. Edward. Stakeholder management: framework and philosophy. **Pitman, Mansfield, MA**, 1984.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.

GORANOVA, Maria; RYAN, Lori Verstegen. Shareholder activism a multidisciplinary review. **Journal of Management**, v. 40, n. 5, p. 1230-1268, 2014.

GRAVES, Samuel B.; REHBEIN, Kathleen; WADDOCK, Sandra. Fad and fashion in shareholder activism: The landscape of shareholder resolutions, 1988-1998. **Business and Society Review**, v. 106, n. 4, p. 293-314, 2001.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**, p. 42-64, 1980.

GUIMARÃES, Thayse Machado; MARQUES, T. A.; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Encontro Brasileiro de Finanças, Recife, Pernambuco, Brasil**, v. 14, 2014.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; CARVALHO, L. Nelson. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 38, p. 7-19, 2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JESUS, Roberto Martins Ribeiro de. **Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI**. 2004. Tese de Doutorado.

JUDGE, William Q.; GAUR, Ajai; MULLER-KAHLE, Maureen I. Antecedents of shareholder activism in target firms: evidence from a multi-country study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 4, p. 258-273, 2010.

KARPOFF, Jonathan M.; MALATESTA, Paul H.; WALKLING, Ralph A. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 42, n. 3, p. 365-395, 1996.

KLEIN, April; ZUR, Emanuel. Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 187-229, 2009.

LA PORTA, Rafael et al. **Law and finance**. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael et al. The quality of government. **Journal of Law, Economics, and organization**, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Elsevier, 2011.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

MCDONNELL, Mary-Hunter; KING, Brayden G.; SOULE, Sarah A. A dynamic process model of private politics activist targeting and corporate receptivity to social challenges. **American Sociological Review**, v. 80, n. 3, p. 654-678, 2015.

MENDES-DA-SILVA, Wesley et al. A Influência Das Redes De Relações Corporativas No Desempenho Das Empresas Do Novo Mercado Da BOVESPA (The Influence of Corporate Relationships Networks on the Performance of Firms in the Novo Mercado of BOVESPA). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.

MILGRAM, Stanley. The small world problem. **Psychology today**, v. 2, n. 1, p. 60-67, 1967.

MINAS GERAIS (BRASIL). Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. Vara Cível da Comarca de Juiz de Fora. Processo n. 0497166-34.2010.8.13.0145. Ação ordinária de reparação de danos morais e materiais. Exequente: Clube de Investimentos SUDFER. Executado: MRS Logística S.A.. Juiz de Fora, 20 de agosto de 2010. Disponível em <<http://www.sudfer.com.br/?p=170>>. Acesso em: 15 fev. 2017.

MONKS, Robert; MILLER, Anthony; COOK, Jacqueline. Shareholder activism on environmental issues: A study of proposals at large US corporations (2000–2003). In: **Natural Resources Forum**. Blackwell Publishing Ltd., 2004. p. 317-330.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1/2, p. 293-315. 1988.

NETO, Alberto de Campos Cordeiro. Dispersão acionária e controle minoritário no mercado de capitais brasileiro. 2014.

REHBEIN, Kathleen; WADDOCK, Sandra; GRAVES, Samuel B. Understanding shareholder activism: Which corporations are targeted?. **Business & Society**, v. 43, n. 3, p. 239-267, 2004.

ROCHA, M. A.; SILVEIRA, J. M. Propriedade e controle dos setores privatizados: uma avaliação da reestruturação societária pós-privatização. **Trabalho apresentado no XXXVII Encontro Nacional de Economia**, Foz do Iguaçu, 20p, 2009.

ROSAS, Rafael, *et al.*, Venda de fatia na MBR mostra prudência no endividamento, diz Vale. Rio de Janeiro, p.1, jul. 2015 **Valor Econômico**, Disponível em <<http://www.valor.com.br/empresas/4156648/venda-de-fatia-na-mbr-mostra-prudencia-no-endividamento-diz-vale>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 125-163, 2007.

SCHRAMM, Wilbur. Notes on Case Studies of Instructional Media Projects. 1971.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. **The Journal of Political Economy**, p. 461-488, 1986.

SJÖSTRÖM, Emma. Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know?. **Sustainable Development**, v. 16, n. 3, p. 141-154, 2008.

STULZ, René M. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 25-54, 1988.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Social networks and corporate governance. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 633-662, 2008.

S/A, MRS Logística. A empresa. Disponível em: <www.mrs.com.br>. Acesso em: 20 jan. 2017.

TKAC, Paula. One proxy at a time: Pursuing social change through shareholder proposals. **Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta**, v. 91, n. 3, p. 1, 2006.
VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo PC. Ownership and control structure of Brazilian companies. 2000.

VOGEL, David. Trends in shareholder activism: 1970-1982. **California Management Review**, v. 25, n. 3, p. 68-87, 1983.

WOLFENZON, Daniel. A theory of pyramidal ownership. **Unpublished working paper. Harvard University Press: Cambridge, MA**, 1999.