

# Voe Alto, mas não Acima de Mim: Um Caso de Ensino sobre Governança Corporativa na Smiles

## *Fly High but not Above me: A Corporate Governance Teaching Case At Smiles*

Anderson Dias Brio  
Allisson Silva dos Santos  
Caritsa Scartaty Moreira

### RESUMO

Este caso retrata a relação entre os acionistas minoritários e o majoritário da Smiles. Apresentam-se fatos em que a controladora, a Gol Linhas Aéreas, tomou decisões sobre a controlada, como, por exemplo, alteração na política de proventos, compra antecipada de passagens aéreas e anúncio de não renovação de contratos entre as firmas. Essas decisões resultaram em uma desvalorização dos papéis da empresa de milhagens, não agradaram os acionistas minoritários e trouxeram impactos na relação entre as duas empresas. Destaca-se, ainda, que a Gol, como acionista majoritária, busca a reintegração total da empresa de milhagens para os seus ativos, retirando a sua independência administrativa e jurídica. Nesse sentido, o caso apresenta um dilema principal: A incorporação da Smiles pela Gol deverá ser feita mesmo que os acionistas minoritários sejam prejudicados? Os objetivos pedagógicos do caso envolvem: discutir a existência de conflitos de agência entre as companhias, discutir as implicações dos termos de negociação para os acionistas minoritários e, por fim, analisar como as ações da governança corporativa podem mitigar os possíveis conflitos. A análise do caso pode ser realizada junto aos alunos de graduação e pós-graduação dos cursos de Administração, Economia e Contabilidade. Ainda, este caso potencializa a discussão do uso da governança corporativa como instrumento para alinhar interesses e mitigar conflitos de agência, a partir de uma situação real de duas empresas de grande porte listadas em Bolsa. **Palavras-chave:** conflito de interesse; relação principal-principal; governança corporativa.

Recebido em: 23/04/2022  
Aprovado em: 30/08/2022

**Anderson Dias Brio**   
andersonbrido.adm@gmail.com  
Mestrado em Administração  
Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia  
Vitória da Conquista / BA – Brasil

**Allisson Silva dos Santos**   
allissonst@hotmail.com  
Mestrado em Administração  
Instituto Federal de Educação, Ciência e  
Tecnologia da Paraíba  
Santa Rita / PA – Brasil

**Caritsa Scartaty Moreira**   
caritsa\_scartaty@hotmail.com  
Doutoranda em Ciências Contábeis  
Universidade Federal da Paraíba  
João Pessoa / PA – Brasil

### ABSTRACT

This case portrays the relationship among the minority and majority shareholders of Smiles. Facts are presented in which the parent company, Gol Linhas Aéreas, made decisions about the subsidiary, such as, for example, changes in the earnings policy, advance purchase of airline tickets and announcement of non-renewal of contracts between the companies. These

**ABSTRACT**

decisions resulted in a devaluation of the mileage company's shares, did not please minority shareholders and had an impact on the relationship between the two companies. It is also worth noting that Gol, as the majority shareholder, seeks the total reintegration of the mileage company into its assets, removing its administrative and legal independence. In this sense, the case presents a main dilemma: Should the incorporation of Smiles by Gol take place even if the minority shareholders are harmed? The pedagogical objectives of the case involve: discussing the existence of agency conflicts between the companies, discussing the implications of the negotiation terms for minority shareholders and, finally, analyzing how corporate governance actions can mitigate possible conflicts. The analysis of the case can be carried out with undergraduate and graduate students of Management, Economics and Accounting courses. Furthermore, this case enhances the discussion of the use of corporate governance as an instrument to align interests and mitigate agency conflicts, based on a real situation of two large companies listed on the Stock Exchange.

**Keywords:** conflict of interest; principal-principal relationship; corporate governance.

## Introdução

Barueri – São Paulo, 09 de agosto de 2021, segunda-feira, meio-dia. Júlio Castro, um renomado pesquisador da área de governança corporativa, estava sentado em seu escritório quando recebeu uma ligação. Do outro lado da linha estava o representante do conselho de administração da Smiles, convidando-o para atuar como conselheiro independente da empresa.

Apesar de surpreso pelo convite, Júlio se questionou quais motivos levaram a necessidade de um novo conselheiro para a companhia. Ele já vinha acompanhando, há um certo tempo, nos noticiários, alguns eventos na relação entre os acionistas dessa empresa, como, por exemplo, o fato que a Gol Linhas Aéreas, controladora da Smiles, estava tentando incorporá-la, bem como, fazendo com que a Smiles viesse a comprar passagens antecipadas da companhia aérea, além de influenciar na política de proventos da empresa de milhagens e não renovando contratos comerciais.

A Smiles era uma empresa de milhagens e vinha conquistando espaço no mercado, por meio de estratégias de *marketing* constantes. A Gol era uma compa-

nhia aérea que atuava com vendas de passagens a baixo custo tanto no mercado nacional quanto no internacional, entretanto, passava por dificuldades financeiras. A Smiles era a principal parceira comercial da Gol e vice-versa. Juntas, conquistaram uma grande parcela do mercado de passagens aéreas e se tornaram líderes no mercado doméstico.

Naquela tarde, Júlio foi até a sede da Smiles, situada na mesma cidade. Ao chegar, com seu um metro e setenta e cinco de altura, ele contornou a traseira do seu carro e foi logo recepcionado pelo diretor da empresa e, em seguida, se dirigiram para uma sala de reunião. Ao ouvir a diretoria, Júlio percebeu que existiam questões envolvendo a governança corporativa da Smiles, uma vez que os acionistas minoritários estavam discutindo a incorporação com a acionista majoritária, porém, as negociações não estavam avançando, dependendo de um parecer do conselheiro independente.

Durante a conversa, Júlio entendeu que a notícia da incorporação não agradou os acionistas minoritários da Smiles, com as justificativas de que os termos das negociações não estavam sendo favoráveis e por terem que se tornar acionistas de um modelo de negócio totalmente diferente do que eles tinham investido inicialmente. Por outro lado, a controladora queria entrar no Novo Mercado, no qual estão situadas as empresas com boas práticas de governança, sendo necessário reformular sua estrutura societária. Além disso, a Gol queria ter maior flexibilidade para ditar as normas de conversão de milhas em passagens, inclusive nas questões de preço e custo.

Para a Gol, devido ao aumento da competitividade no mercado, a incorporação seria viável em função da possibilidade do crescimento da rentabilidade das companhias atuando conjuntamente. Contudo, o anúncio de incorporação da empresa de milhagens pela Gol veio em um momento em que as ações da Smiles estavam com baixa volatilidade, porém, com essa decisão, as ações de ambas as empresas se tornaram mais voláteis e, como consequência, trouxe implicações negativas para valor da empresa de milhagens e valorização dos papéis da companhia aérea.

Como não houve avanço nas rodadas de negociações e na assembleia para decisão de acatar os termos da incorporação, houve empate na quantidade de votos. Enquanto conselheiro independente, Júlio poderá mudar os rumos das negociações e terá direito a voto. Se de um lado, os minoritários não querem a

incorporação, do outro, tem-se a majoritária, que detém o controle acionário da Smiles. Nesse sentido, a incorporação da Smiles pela Gol deverá ser feita mesmo que os acionistas minoritários sejam prejudicados?

## Surgimento da Relação Gol – Smiles

No dia seguinte, pela manhã, Júlio sentou-se em frente ao computador e começou a procurar informações sobre o surgimento da relação da Gol e da Smiles. O *site* de relações com investidores da Smiles dizia que sua progenitora, a Viação Aérea Rio-Grandense (VARIG), fundada em 1927, era a maior companhia do Brasil entre as décadas de 1960 e 1980, sendo referência mundial na qualidade de serviços aéreos. Com o objetivo de se equiparar com as maiores companhias mundiais, a VARIG criou o programa VCLUB que tinha como objetivo fidelizar os clientes e diminuir a probabilidade de que esses migrassem para outras empresas.

O VCLUB passou por um processo de reestruturação em 1994 e foi renomeado como Smiles. Em 1997, a VARIG se juntou a Star Alliance logo após a sua criação, sendo a primeira e maior aliança de companhias aéreas do mundo. Essa aliança foi fundada pelas empresas Air Canada, Lufthansa, Scandinavian Airlines, Thai Airways International e United Airlines e tinha como objetivo melhor atender às necessidades dos viajantes internacionais frequentes. Além do mais, essa aliança ofereceu suporte operacional entre as empresas e promoveu maior conforto e comodidade aos clientes.

Com o mercado cada vez mais competitivo e as companhias aéreas passando por dificuldades financeiras, em 17 de junho de 2005, a VARIG entrou com pedido de recuperação judicial e houve a venda de parcela dos ativos da empresa para honrar os seus compromissos. Por conseguinte, a VARIG foi dividida em duas, a FLEX que era a antiga VARIG e que continuou com o processo de recuperação judicial e a URG Linhas Aéreas que na estrutura detinha o programa de milhagens Smiles. Em 2006, a URG foi comprada em um leilão pela antiga subsidiária, VARI-GLOG, e, por fim, comprada pela Gol em 2007.

Depois de alguns minutos, Júlio se ajustou na poltrona e começou assistir a uma entrevista de negócios com um analista da bolsa de valores.

— Na época da compra, como o mercado analisava o programa Smiles em termos financeiros? Disse a entrevistadora. Ela tinha olhos azuis e uma voz firme.

— O programa Smiles, por muito tempo, foi considerado como um passivo da Gol, pois possuía um alto volume de milhas a serem resgatadas como bilhetes. Falou o analista com uma voz rouca.

Ele tinha olhos castanhos bem escuros e, quando sorria, era possível ver um pequeno vão entre os dentes da frente.

— E quanto a parte operacional, havia maior possibilidade de receitas? Indagou a entrevistadora.

— Pelo contrário, existia a insatisfação dos clientes no que se refere à limitação operacional a qual o programa se submeteu na época, visto que diminuiu o portfólio de serviços, além dos destinos de viagem, que passaram de mil para, apenas, cinquenta.

Júlio despertou uma enorme curiosidade em relação aos desdobramentos do caso e um grande sorriso se abriu no rosto. Com isso, continuou a assistir a entrevista e descobriu que o programa de milhagens começou a desenvolver um departamento dentro da Gol, em que a aérea tinha alianças com diversas empresas e com uma visão estratégica, foi responsável pela expansão do programa.

As escolhas de parceiros, junto com diversas promoções, produtos competitivos e inovadores tornaram o programa Smiles como um grande diferencial competitivo, com abertura para uma alta demanda de clientes. Como resultado, o programa ganhou lugar de destaque na Gol, sendo um instrumento eficiente de fidelização e um importante ativo para a companhia aérea.

Em 2013, o programa de milhagens se tornou uma empresa independente juridicamente da Gol e abriu capital na bolsa de valores. No entanto, a Gol se tornou controladora e também a parceira comercial mais importante da Smiles, possuindo 52,60% da participação acionária em 2020. Em uma tela entre a entrevistadora e o analista apareceu a composição acionária da Smiles ao longo dos anos (Tabela 1).

Tabela 1 Composição acionária da Smiles

Acionistas	Período Anual de 2013 a 2020							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Composição acionária da Smiles								
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	57,30%	54,34%	54,09%	53,84%	52,74%	52,67%	52,61%	52,60%
Ga Smiles Participações S.A.	15,09%	-	-	-	-	-	-	-
Ga Brasil V FI Participações	-	12,11%	-	-	-	-	-	-
Fidelity Investments	-	-	5,02%	5,00%	5,00%	-	-	-
J.P. Morgan Securities Plc	-	-	-	-	-	-	-	5,22%
Outros	27,61%	33,55%	40,89%	41,16%	42,26%	47,33%	47,39%	42,18%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economatica.

As duas empresas tinham contratos entre si e atribuíam a Smiles acesso ilimitado à capacidade de assentos da Gol a preços competitivos. Com isso, a empresa de milhagens conseguia maior versatilidade para responder às mudanças que poderiam impactar o próprio modelo de negócio, como, por exemplo, a oferta, a demanda e as mudanças nos preços dos parceiros comerciais.

Ao fim da entrevista, várias dúvidas surgiram na mente de Júlio, sendo a principal: como um programa visto como passivo da Gol se tornou uma empresa independente e lucrativa? Júlio estava empolgado, mas ao olhar para o relógio em cima da mesa, percebeu que precisava dormir. Era 1 hora e 50 minutos da madrugada.

## Evolução do Modelo de Negócio da Smiles

No dia seguinte, a manhã estava ensolarada e quente. Júlio ligou o computador e começou a realizar novas pesquisas. Em um site que faz análises, do ponto de vista de gestão e empreendedorismo, das empresas ao longo do tempo, foi pos-

sível perceber que as empresas aéreas de baixo custo, geralmente, não possuíam programas de fidelidade, realidade nova para a Gol. Vale ressaltar que a companhia aérea tinha de honrar todas as milhas que estavam em crédito da Smiles, o que representava um desafio. Antes de pertencer a Gol, o programa de milhagens oferecia um pacote básico de serviços, a partir da geração e resgate de milhas, de maneira tabelada, com base na origem e destino dos voos.

Desde 2002, a Gol tinha licença para operar na linha São Paulo – Rio de Janeiro, a principal linha aérea brasileira. O programa de milhagens teve como público-alvo os viajantes em negócios que possuíam uma maior frequência em voos. Em 2007, a companhia aérea realizou parceria com a Delta Air Lines, a maior companhia da época, e os clientes Smiles também tiveram acesso aos destinos proporcionados pela parceria.

Em 2009, o programa realizou parcerias com o Banco do Brasil e o Bradesco, criando o sistema *co-branded*, que o uso do cartão de crédito iria gerar milhas para compra de passagens aéreas. Além disso, houve um destaque maior para os clientes da categoria Ouro e Diamante, os quais tinham um bônus na geração de milhas. No mesmo ano, o programa de milhagens lançou a possibilidade de os membros compartilharem milhas para completar o saldo a ser utilizado e também permitiu a emissão de bilhetes com o pagamento mesclado (milhas e dinheiro), denominado Smiles & Money.

Em 2013, a Gol realizou uma reestruturação acionária e fez o programa Smiles como uma companhia independente para operar as ações de fidelidade. A maior autonomia veio acompanhada da ampla rede de parceiros e clientes de quando estava vinculada à Gol. No mesmo ano, a Comissão de Valores Mobiliários aprovou a Oferta Pública Inicial de ações (*Initial Public Offering – IPO*) da empresa de milhagens, sendo listada na bolsa de valores brasileira. Com o IPO, houve a subscrição de 58.540.428 novas ações e captação de R\$ 1.132 milhões em recursos.

A pressão do mercado e dos investidores por bons resultados fez com que a Smiles lançasse um novo produto capaz de permitir a transferência de milhas entre contas do programa, além da reativação de milhas expiradas. Ainda em 2013, foi lançado o Clube Smiles, cuja ideia era oferecer um novo serviço: a partir de um valor pago mensalmente pelo cliente, essa mensalidade poderia ser convertida em

milhas e o consumidor poderia ter acesso às promoções antecipadas, além de ser contemplado com outros benefícios. Por conseguinte, a Smiles lançou o “Reserva de Bilhetes” e fortaleceu as relações com parceiros de outros segmentos, como, por exemplo, a rede de hotelaria Acoor Hotels e Rocketmiles, a empresa de Cruzeiros Royal Caribbean e o grupo varejista Pão de Açúcar.

As três principais fontes de receita da Smiles, em 2020, foram provenientes do *Spread*, do *Float* e do *Breakage*. A maior fonte foi o *spread*, que é o lucro a partir da diferença entre o custo de aquisição dos serviços dos parceiros e o preço de venda. O *float* foi a segunda maior fonte de receita, que é o lucro proveniente da circulação das milhas na companhia. Por fim, o *breakage* compreende o valor proveniente das milhas não utilizadas e, portanto, expiradas. A Tabela 2 apresenta o faturamento da Smiles com o somatório dos três tipos de receitas.

Tabela 2 Faturamento líquido da Smiles

	Período anual de 2014 a 2017			
	2014	2015	2016	2017
Faturamento em reais	R\$ 808.058,00	R\$ 1.219.521,00	R\$ 1.548.109,00	R\$ 1.804.129,00

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economatica.

Por conseguinte, em 2016, houve a inserção dos ícones de reserva de hotéis e locações de veículos no *site* da empresa de milhagens, reforçando a parceria e a presença de outros serviços. Além disso, houve o lançamento do aplicativo Smiles para *Android* e *iPhone operating system (IOS)*. Logo, todas as mudanças no modelo de negócio da empresa de milhagens, fizeram com que o faturamento da referida organização crescesse ao longo dos anos.

Ao fim da pesquisa, Júlio entendeu que a Smiles adotou uma postura proativa, conquistou seu espaço no mercado e continuava a crescer, por meio de estratégias de *marketing* constantes. No entanto, ainda não entendia o porquê da Gol queria incorporá-la. Com isso, Júlio decidiu buscar informações nos fundamentos contábeis e ir a campo compreender melhor a situação.

## Relato da Situação

Ao olhar o histórico da empresa de milhagens, Júlio percebeu que a Smiles vinha crescendo, ao lucrar cada vez mais e gerando caixa. Por outro lado, as notas explicativas da Gol permitiam interpretar que a aérea estava sofrendo dificuldades com os fluxos de caixa, desde 2008, por conta da crise internacional, além da crise política econômica brasileira de 2015-2016. Como consequência, a companhia aérea gastava recursos para garantir a liquidez, devolvia aviões, e a volatilidade do petróleo também era um problema. Assim, a empresa Gol apresentou um histórico de prejuízos acumulados (Tabela 3), devido às questões relacionadas aos custos e à diminuição da demanda de serviços.

**Tabela 3** Prejuízos da Gol Linhas Aéreas

	Período anual de 2014 a 2017			
	2014	2015	2016	2017
Prejuízo em reais	-R\$ 3.701.194,00	-R\$ 8.162.077,00	-R\$ 7.312.458,00	-R\$ 7.293.274,00

**Fonte:** Elaboração própria com base nos dados da Economatica

Em 2016, a Gol estava com dívidas (Tabela 4) que chamaram a atenção de Júlio. No entanto, a Smiles ofereceu suporte econômico-financeiro, na época, por meio do fechamento de diversos pacotes de compras antecipadas de passagens aéreas. Esse plano de ação gerou caixa para a aérea e foram utilizadas as ações que a Gol detinha na Smiles como garantia para conseguir novos empréstimos e alongar o prazo de pagamento da dívida antiga.

**Tabela 4** Percentual de dívida (endividamento) da Gol em relação ao seu patrimônio

	Período anual de 2014 a 2017			
	2014	2015	2016	2017
Endividamento %	103,34%	141,69%	139,94%	130,67%

**Fonte:** Elaboração própria com base nos dados da Economatica.

Em 2018, a Gol anunciou que não renovaria a parceria contratual com a Smiles. Esses contratos tinham como finalidade a gestão do programa de fidelidade, por meio do qual se estabeleceram condições diferenciadas e de preços para a troca de passagens por milhas até 2032. Ainda assim, a Gol queria criar uma base societária unificada para adentrar no Novo Mercado da B3, no qual estão as empresas com as melhores práticas de governança.

A Gol solicitou uma assembleia geral extraordinária para Smiles incluir em seu estatuto, uma data para a criação de um comitê especial para tratar da reestruturação, a qual precisava passar pela aprovação da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC). Nesse processo, os acionistas da empresa de milhagens receberiam uma combinação de ações preferenciais e preferenciais-resgatáveis ou receberiam um prêmio de 25% em relação ao preço da ação em uma data de referência, sendo que essa data seria após o anúncio de incorporação.

Ainda assim, a companhia aérea anunciou que não iria negociar os termos com a administração da Smiles. Nesse sentido, a Gol emitiu um documento, chamado de “Fato Relevante”, e Júlio, ao fazer a leitura desse, percebeu que, caso as negociações não seguissem adiante, a Gol poderia realizar essa unificação por meio de uma oferta pública unificada de aquisição (OPA) da totalidade das ações da Smiles. Essa OPA cancelaria o registro da empresa de milhagens na bolsa de valores brasileira. Simultaneamente, a Smiles anunciou que alteraria a política de proventos. Para tanto, deixaria de distribuir os 100% do lucro líquido, como de costume, para apenas 25%, atendendo a uma prática comum do mercado.

Para completar, meses após o a mudança na política de proventos, em 2019, a Smiles fez um anúncio, por meio de Fato Relevante, de que fechou acordo com a Gol para compra antecipada de R\$ 1,2 bilhões em passagens aéreas, uma vez que iria facilitar as operações de ambas as empresas. A taxa de desconto da negociação das passagens ficou em 115% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o qual é conhecido como referência para taxas livres de riscos.

Os fundamentos, as notas explicativas e os comunicados ao mercado das empresas traziam um contexto rico de informações, mas para tomar uma decisão mais precisa, era necessário ir a campo. Nesse sentido, Júlio resolveu ouvir alguns dos investidores minoritários da empresa de milhagens para saber a opinião deles sobre a incorporação, a alteração da política de proventos e a compra de passagens antecipadas. Logo, realizou uma chamada de vídeo com dois investidores:

— Qual a opinião de vocês sobre a incorporação da Smiles pela Gol e as alterações da política de proventos da empresa? Indagou Júlio a um grupo de acionistas.

— A Smiles era uma empresa altamente pagadora de proventos e isso mudou de uma hora para outra. Isso é frustrante! Respondeu um investidor.

— Muitos acionistas não são pessoas que se interessam pelo setor aéreo e nem querem ser! Respondeu outro, indignado.

— Nós somos sócios de um negócio rentável e, de repente, vamos virar sócios, a fórceps, de uma companhia aérea?! Um segmento com resultados muito voláteis?! Respondeu outro.

— E quanto a aquisição de passagens antecipadas? Indagou Júlio.

— Essa compra de passagens mais se configurava como empréstimos a taxas de juros muito inferiores aos que a Gol conseguiria no mercado! Disse um acionista.

— Realmente, é um percentual muito pequeno, quando comparado com o custo de capital da Gol! Esbravejou outro.

— A Smiles tinha um saldo de 700 milhões de reais em passagens com a Gol, em março de 2020, e, portanto, não havia a necessidade de comprar mais, principalmente de maneira antecipada! Disse um investidor.

— Nós até pedimos uma convocação de assembleia para discutir a eventual propositura da ação de responsabilidade civil dos membros da diretoria e do conselho da companhia, pois a operação de compra e venda era vantajosa apenas para a Gol! Falou outro acionista.

— O conselho da empresa de milhagens sugeriu que votássemos contra a operação de compra e venda na assembleia, mas deixou claro que os contratos atenderam a todos os requisitos legais e estatutários para a celebração. No fim, fomos vencidos pela acionista majoritária em votação! Completou outro investidor.

Essas decisões não agradaram os investidores minoritários, Júlio pensara. No entanto, era preciso ouvir a acionista majoritária. Então, Júlio resolveu conversar com o diretor financeiro da Gol, Richard Lark, por telefone.

— Quais as vantagens para a Gol em incorporar a empresa de milhagens? Questionou Júlio.

— Ter diversos prejuízos, ao longo dos anos, fez com que a Gol tivesse diversos créditos tributários. Por outro lado, a Smiles pagava em torno de 200 milhões de impostos por ano. Com a incorporação, não seria necessário pagar todo esse valor e aumentaria a probabilidade de conseguir lucros constantes. Além disso, a Gol teria maior controle sobre a precificação e conversão de milhas por passagem, respondeu Lark.

— O que você acha de a Smiles ter alterado a política de proventos?

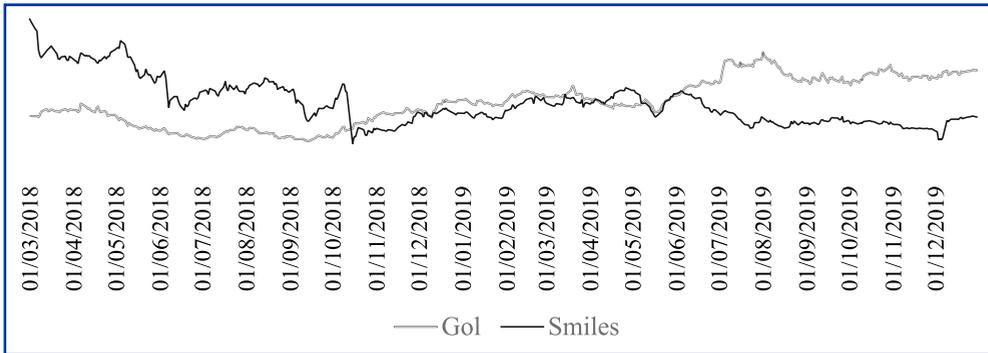
— A Smiles tem certa independência na tomada de decisão, mesmo a Gol tendo controle acionário. São empresas independentes administrativamente. No entanto, acredito que ela vá precisar de recursos em caixa para diminuir os efeitos da volatilidade, melhorar o balanço e a qualidade de crédito.

Para terminar, quais elementos justificam a venda de passagens antecipadas para a Smiles?

— A Gol está precisando de caixa e a Smiles é sua principal parceira comercial, então propomos a venda de passagens, de maneira antecipada, à empresa de milhagens. Obviamente, colocamos um desconto no preço delas, tornando-a uma opção atraente para a Smiles.

Ao fim da conversa, Júlio resolveu olhar o histórico de cotações das ações de ambas as empresas (Figura 1) e percebeu que as ações da Smiles apresentaram tendência de queda, com variação de até 60% do preço do ativo em 2018, ano no qual a Gol anunciou que iria incorporá-la e em seguida, houve a mudança na política de proventos e a aquisição de passagens antecipadas. Por outro lado, o preço das ações da companhia aérea apresentou tendência de crescimento. A empresa de milhagens detinha o valor de mercado de 11,5 bilhões de reais no fim de 2017, mas reduziu para 3,9 bilhões de reais no início de dezembro de 2019. Movimentos dos preços interessantes, pensou Júlio.

**Figura 1** cotação normalizada da Gol e da Smiles entre março de 2018 e dezembro de 2019



**Fonte:** Elaboração própria com base dos dados da Economatica.

No que tange às negociações do processo de incorporação, essas ainda estão acontecendo, porém, para seguirem com os devidos trâmites, Júlio precisa emitir um parecer sobre a relação entre os acionistas da Smiles e ainda terá direito a voto na decisão de aceitar as propostas para incorporação da Smiles pela Gol. Diante das informações apresentadas, Júlio ainda não chegou a uma conclusão e precisará de ajuda. É possível afirmar que as decisões da Gol nas Smiles foram tentativas de diminuir o preço da ação das empresas de milhagens para que incorporação saísse mais barata? A incorporação da Smiles pela Gol deverá ser feita mesmo que os pequenos acionistas sejam prejudicados? Baseados em quais elementos? Como a incorporação da Smiles pela Gol pode ser feita preservando os interesses de todos os acionistas?

## Notas de Ensino

### OBJETIVOS EDUCACIONAIS

Este caso foi desenvolvido para os cursos de graduação e pós-graduação em Administração, Contabilidade e Economia, mais precisamente em sessões que abordem a governança corporativa, o conflito de interesse e a expropriação. Por meio do caso, espera-se que os discentes desenvolvam habilidades para a tomada

de decisão, evidenciando aspectos teóricos-conceituais e práticos da governança corporativa. Nesse sentido, os objetivos didáticos deste caso estão relacionados a discutir a existência de conflitos de agência entre as companhias, discutir as implicações dos termos de negociação para os acionistas minoritários e, por fim, analisar como as ações da governança corporativa podem mitigar os possíveis conflitos.

## FONTES DE INFORMAÇÃO

Apesar do personagem Júlio e a necessidade de um parecer da relação entre os acionistas serem fictícios, as demais informações do caso são reais. Seguindo o pressuposto de Chimenti (2020), que os dados devem permitir uma análise aprofundada e que suscitam discussões, os dados utilizados são de domínio público e foram coletados na imprensa, como, por exemplo, matérias publicadas no O Globo, Investing, Seu Dinheiro, Estadão, Extra, Folha de São Paulo e Exame. Além disso, os dados contábeis foram extraídos na plataforma Economatica. Como os dados são de domínio público, não houve a necessidade de substituir os nomes das organizações.

## BIBLIOGRAFIA ADICIONAL RECOMENDADA

Além da literatura utilizada no presente caso, sugere-se a seguinte leitura adicional, a critério do docente: os trabalhos de Fama e Jensen (1983), Freeman e Evan (1990), Donaldson e Davis (1991) e Adams, Hermalin e Weisbach (2010), pois podem contribuir para as discussões e o conhecimento dos discentes em relação à temática de governança corporativa. Os manuscritos sugeridos estão devidamente referenciados na seção pertinente.

## PLANO DE ENSINO

A aplicação do caso requer que o docente seja familiarizado com a literatura sobre governança corporativa. Para tanto, é necessário que o professor tenha uma expertise em apresentar conceitos e princípios da governança, os conflitos de agência e os instrumentos de condução. O presente caso traz um cenário real para discussão de tópicos relacionados à governança, de modo a aliar a teoria à prática sobre a problemática discutida. Nesse sentido, sugere-se a aplicação do caso em duas etapas, uma prévia e a outra em sala, perfazendo o total de 1 hora e 45 minutos de aplicação (Tabela 5).

**Tabela 5** Etapas para aplicação e discussão do caso

Etapas	Sugestão para condução
1 Leitura prévia - 30 minutos	A sugestão de leitura prévia pode ficar a cargo do professor. Caso o docente opte por essa modalidade, sugere-se que o relato do caso e as questões para discussão sejam disponibilizados de maneira antecipada.
2 Discussão em grupos - 15 minutos	Sugere-se que o caso seja discutido em grupos de três a quatro para aprofundar o entendimento dos participantes sobre o caso sem antecipar a articulação do caso com a teoria.
3 Debate em plenários - 45 minutos	Debate com todos os alunos.
3.1 Abertura - 10 minutos	Será realizado por meio de uma discussão prévia, por meio de uma questão de transição em que os discentes irão expor as considerações iniciais.
3.2 Análise das questões - 35 minutos	Os grupos devem apresentar as respostas para os questionamentos, a partir de posicionamentos concretos, e o docente deve, simultaneamente, redirecionar essas respostas para um debate.
4 Encerramento da discussão - 10 minutos	O professor deverá conectar as respostas dos discentes, associando-as, à medida do possível, com a teoria.

Fonte: Elaboração própria.

### ABERTURA DA DISCUSSÃO EM PLENÁRIO

Considerando o contexto apresentado no relato do caso, sugere-se que a abertura da discussão seja realizada por meio de uma discussão prévia a respeito de uma questão inicial. Essa questão, apesar de ter uma resposta relativamente óbvia, servirá para que os discentes se sintam mais à vontade para participar da discussão. Os alunos podem opinar como reagiriam, caso fossem investidores da Gol e da Smiles ou, até mesmo, se fossem executivos das companhias. Os discentes também podem elencar os pontos favoráveis e desfavoráveis da incorporação para as companhias. Nessa última análise, recomenda-se que o docente registre as informações em uma lousa ou qualquer *software* de edição de texto. O objetivo dessa discussão inicial é entender como que a situação é percebida pelos alunos.

**Questão de transição** – A relação entre os acionistas minoritários e o majoritário da Smiles possui conflito de interesse e expropriação?

Como a Gol tem a ganhar com a incorporação, pois conseguirá ter mais flexibilidade para ditar as regras de conversão de milhas e conseguir economia fiscal, a Smiles não terá a autonomia de antes, não será mais listada na bolsa e apenas irá fazer parte da Gol. Além disso, na situação da reintegração, a companhia aérea não negociou, adequadamente, os termos com a administração da Smiles. Tal prática vai contra aos princípios de boas práticas de governança, além de evidenciar a defesa dos próprios interesses da Gol. Logo, existe um conflito de agência, pois os ganhos, decorrentes da incorporação, serão voltados, para até então, a controladora, e os custos serão difundidos para todos os acionistas.

A influência na política de proventos da Smiles, que deixou de distribuir costumeiramente 100% do lucro líquido e passou a distribuir apenas 25%, desagradou os minoritários que tinham o recebimento de proventos como alternativa para redução das perdas provenientes da desvalorização dos ativos ou que tinham a certeza de uma fonte de ganhos. Nesse sentido, a alteração da política de proventos resultaria em um aumento de caixa livre, que deveria ser utilizado para os interesses da empresa de milhagens, mas não foi o que aconteceu.

A compra de passagens antecipadas da Gol pela Smiles fez com que os recursos disponíveis da empresa de milhagens fossem direcionados para o caixa da Gol. Esses recursos da Smiles poderiam ter sido distribuídos como proventos ou, até mesmo, reinvestidos em projetos com valor presente líquido positivo. No entanto, tiveram que ser utilizados para os interesses da Gol, o que, novamente, resulta em conflito de interesse e expropriação.

É possível, ainda, que o anúncio da incorporação, a influência na política de proventos e a compra de passagens antecipadas fossem uma estratégia da controladora para fazer com que as ações da Smiles desvalorizassem e o processo de incorporação fosse mais barato. Nesse sentido, o problema de agência, no contexto apresentado da Smiles e da Gol, refere-se às dificuldades que os minoritários têm em garantir que os fundos não sejam expropriados pela acionista majoritária.

**Material de apoio:** O conflito de agência é o desalinhamento de interesses entre quem possui o direito à propriedade e quem dispõe do poder de controle nas empresas (FAMA, 1980). As múltiplas expectativas dos acionistas fazem com que exista a dificuldade de verificar se o comportamento frente às decisões está adequado e qual o risco de os acionistas controladores terem atitudes que beneficiem os próprios interesses. Nessa lógica, com base na teoria da agência, a propriedade concentrada costuma causar conflitos de agência entre os acionistas majoritários-minoritários (PINDADO; REQUEJO; TORRE, 2014; WANG, 2018).

Os problemas de agência têm as bases na separação entre propriedade e gestão (JENSEN; MECKLING, 1976). A propriedade concentrada tem dois efeitos: o de monitoramento, em que os controladores têm incentivos para controlar os gestores a custos baixos e o efeito de expropriação, em que a tomada de decisão do controlador pode atender apenas os próprios interesses, em detrimento dos acionistas minoritários (BENSAADI *et al.*, 2021). Esse ato de expropriação pode ser feito por meio de furto, fraude, empréstimos entre empresas, atos que impactem no preço da controlada ou controladora, diluição de novas ações, dentre outros (JIANG; KIM, 2015).

Jensen (1986) defende que os acionistas buscam defender os próprios interesses, podendo ocorrer conflitos de agência, quando há divergência entre eles. Ainda assim, conflitos de interesse podem surgir em razão da discussão da política de pagamento, e que a distribuição de proventos diminuirá a quantidade de recursos à disposição da empresa, portanto, também diminuirá os conflitos de agência (JENSEN, 1986).

Acionistas majoritários detêm o controle e podem realizar o monitoramento sobre a gestão, mas também usufruir de benefícios privados que o controle pode proporcionar e que não são compartilhados com os acionistas minoritários (JOHNSON; SCHNATTERLY; HILL, 2013). Em outras palavras, se o grande investidor for detentor de ações, ele pode ter um incentivo para forçar a empresa a assumir muitos riscos, uma vez que ele compartilha o lado positivo, enquanto os outros investidores (minoritários) arcam com todos os gastos do fracasso.

A seguir, serão apresentadas questões que podem ser usadas para estimular a análise do caso durante a discussão.

## Análise das Questões Propostas

**Questão 01** – É possível afirmar que as decisões da Gol nas Smiles foram tentativas de diminuir o preço da ação das empresas de milhagens para que incorporação saísse mais barata?

**Discussão:** O valor da ação da Smiles reduziu consideravelmente após os anúncios de incorporação da empresa pela Gol, da alteração na política de proventos e da compra antecipada de passagens aéreas, ratificando que a decisão unilateral da Gol não foi bem vista pelos demais investidores da empresa de milhagens. A redução no valor de mercado em 2,5 bilhões da Smiles estava associada ao conflito de interesse entre os acionistas, mais precisamente, o conflito entre agente-principal.

Com a incorporação, os acionistas da Smiles passarão a ser acionistas da Gol, o que traz implicações para os investimentos. Essas implicações estão relacionadas às perdas provenientes da desvalorização dos papéis, enquanto são investidores da empresa de milhagens, o risco incremental de um outro modelo de negócio que possui resultados voláteis e investir forçadamente em uma empresa com longo histórico de prejuízos acumulados.

Ainda assim, os conflitos e a ausência de solução trazem perda de credibilidade da empresa perante os *stakeholders*, bem como a incerteza de que os ativos da Smiles podem não ser bem empregados pela Gol. O mau uso pode ser proveniente da realização de investimentos com valor presente líquido negativo, a fim de atender os interesses da acionista majoritária, em detrimento dos minoritários. Logo, a incorporação da empresa de milhagens pela Gol se torna mais barata.

**Material de apoio:** As decisões corporativas devem ser tomadas visando a maximização do valor da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Qualquer confusão do objetivo de maximizar o valor para o acionista pode amplificar o problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), pois a falta de parâmetros no processo decisório reflete a dificuldade de atender o interesse de todos os envolvidos. Os conflitos entre os investidores não levarão apenas à perda de riqueza para muitos investidores, mas também podem instalar o medo e a insegurança em

relação aos mercados de capitais, consultores de investimento e altos gerentes (ALUCHNA, 2006).

A propriedade concentrada afeta negativamente o desempenho da empresa, devido ao conflito de agência (BENSADII *et al.*, 2021). A fraca governança corporativa pode levar os mercados a perder a confiança na capacidade da organização de administrar ativos e a liquidez (DIBRA; BODINI, 2013). Além disso, os investidores majoritários podem abusar de direitos contra o interesse da minoria, dispensando os interesses dos minoritários da assembleia geral dos acionistas, removendo-os de cargos gerenciais, impedindo-os de receber proventos, assim como, dominar os conselhos corporativos e usar indevidamente os ativos da empresa (KOHAR; DEWI, 2021).

De acordo com Kohar e Dewi (2021), o conflito de interesse pode resultar na dissipação dos ativos das organizações e reduzir o valor da empresa. Ainda assim, o conflito acionário, a falta de procedimento de solução de conflitos, as estratégias míopes dos acionistas majoritários podem acarretar em um colapso societário (ALUCHNA, 2006). Tal situação pode se tornar destrutiva para a reputação da empresa, dificultando a captação de recursos internos e externos, realização de investimentos e a negociabilidade dos títulos da empresa.

**Questão 02:** Chegou a hora de votar: A incorporação da Smiles pela Gol deverá ser feita mesmo que os pequenos acionistas sejam prejudicados? O voto de Júlio deve ser baseado em quais elementos?

**Discussão:** O recebimento da combinação de ações preferenciais da Gol faria com que os acionistas minoritários da Smiles deixassem de ser investidores com direito a voto da empresa de milhagens e passassem a ser investidores da Gol, com preferência pelo recebimento de proventos, mas sem direito a voto. Ainda assim, os minoritários se tornariam investidores de um modelo de negócio diferente do que tinham com a Smiles, com características de investimentos diferentes, como, modelo de negócio, resultados, alavancagem, liquidez, política de proventos, volatilidade, dentre outros.

A utilidade do acionista majoritário estaria sendo maximizada em detrimento do minoritário, uma vez que o primeiro foi o responsável pela elaboração das regras com poucas margens para negociação. Esse fato revela que os majoritários não

estão dispostos a negociar termos com os demais acionistas. Consequentemente, as decisões de incorporação podem resultar em impactos nos custos de agência e também no valor da Gol, tendo em vista que os minoritários da Smiles se tornarão minoritários da empresa aérea, permanecendo questões de agência, sendo que os novos minoritários da Gol não terão garantias de que novas expropriações possam surgir. Consequentemente, a incorporação com prejuízos aos minoritários não deve ser realizada à medida que expõem o desinteresse da aérea em negociar com os demais acionistas e que isso poderá se repetir futuramente.

**Material de apoio:** As decisões de incorporação podem resultar em impactos nos custos de agência e no valor da empresa (BOUBRAKI *et al.*, 2011). Os custos de agência surgem por meio de conflitos de interesses e são identificados a partir da necessidade de monitoramento por parte do principal. Esse monitoramento visa limitar as atividades irregulares do agente, de concessão de garantias contratuais, por meio do agente e de custos residuais. Tais gastos compreendem os custos relacionados ao valor monetário da divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizam o bem-estar do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). O valor da empresa é estimado pelo produto do preço e o número de ações disponíveis no mercado, sendo uma estimativa para uma transação entre um acionista comprador e um acionista vendedor (FRENCH; CROSBY; THORNE, 2021).

Em termos contratuais, em regiões com menor proteção legal, os investidores minoritários não são devidamente protegidos contra a expropriação dos acionistas controladores e, como consequência, são desestimulados a participar do mercado acionário. Se a proteção de um país for fraca, os acionistas controladores possuem maiores possibilidades de obterem benefícios privados e menores chances de reduzirem o controle (BOUBRAKI *et al.*, 2011).

As ações com direitos a voto (ações ordinárias) podem oferecer um prêmio alto aos detentores, constituindo evidência de benefícios privados significativos de controle que podem resultar em custos aos acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Essas ações são valiosas para aqueles que tentam controlar a empresa, ao mesmo tempo que, caso haja proteção efetiva dos acionistas minoritários, os controladores compartilham de benefícios da posição pela qual se encontram (GROSSMAN; HART, 1998; HARRIS; RAVIV, 1988).

**Questão 03:** Como a incorporação da Smiles pela Gol pode ser feita preservando os interesses de todos os acionistas?

Como boa prática de governança corporativa, no caso da Gol e da Smiles, poderia ser criado um comitê independente para tratar da reorganização societária entre as companhias. Um comitê fundado para este fim permite que o acionista controlador exponha os termos de contrato para a controlada e, assim, analisem e revisem as propostas. Somando a preparação do comitê à representação dos acionistas minoritários pelo Conselho de Administração, as companhias poderiam negociar os termos da operação, de modo que ambos sejam beneficiados ou, pelo menos, o impacto negativo para os investidores minoritários fosse minimizado.

Por outro lado, para evitar uma crise de confiança entre os acionistas minoritários da Smiles e a controladora, a Gol poderia oferecer mais informações e alternativas aos investidores da empresa de milhagens para que os minoritários tivessem a opção de escolher o rumo dos investimentos na companhia. Assim, esse maior nível de divulgação permitiria reduzir os conflitos.

O Conselho de Administração da Smiles, na função de representante dos direitos dos acionistas, poderia ser mais ativo na discussão para proteger os acionistas minoritários. Assim, a companhia de milhas poderia utilizar mais da estrutura de governança para propor acordos que reduzissem os prejuízos aos acionistas minoritários, como, por exemplo, oferecer um prêmio com base na cotação da Smiles antes do anúncio de incorporação. Além disso, proporcionar o direito de escolha ao investidor sobre ficar ou não com o papel da empresa aérea, mesmo que com condições preestabelecidas. Como exemplo, pode-se citar a venda de parte do capital e a outra parte ser convertida em ações da Gol.

**Material de Apoio:** A governança corporativa envolve mecanismos regulatórios de mercado e de relacionamentos entre a administração de uma empresa, o conselho, os acionistas e outras partes interessadas (DIBRA; BODINI, 2013). A governança tem como objetivo fazer com que as decisões sejam de interesse de todos os participantes da companhia, e que, por consequência, maximize o desempenho organizacional (COLLARES, 2020). Nesse sentido, as decisões devem atender às expectativas de todos os envolvidos da organização. Contudo, nem todos

conseguem ter o poder para tomar decisão ou mesmo influenciar de alguma forma as deliberações, e os majoritários aproveitam essa oportunidade para se tornarem responsáveis pelo processo decisório e, assim, maximizar a utilidade que possuem em detrimento das demais partes interessadas (ALUCHNA, 2006; GUERRERO-VILLEGAS *et al.*, 2018).

A concentração de propriedade nem sempre gera benefícios para todos os acionistas, pois, muitas vezes, proporciona um ganho incremental, além do que seria justo ao controlador, atentando ao valor de propriedade desses acionistas majoritários (JENSEN; MECKLING, 1976). Considerando que quanto maior a participação do acionista controlador, maior deveria ser o interesse pela maximização do valor da empresa, a governança corporativa deveria fornecer meios para reduzir os custos e a perda de valor da companhia em decorrência dos conflitos de interesse. Dessa forma, a função de monitoramento, pelo Conselho de Administração, seria importante para representar os acionistas minoritários, principalmente em situações na qual o acionista controlador tenha o poder de decisão e desconsidera as demais partes interessadas.

De acordo com Aluchna (2006) e Grotta, Machado, Souza, Ribeiro e Bazanini (2020), os princípios da governança são pautados na transparência, no sentido de disponibilizar as informações de interesse dos *stakeholders*, além das previstas em lei; na equidade para adotar um tratamento justo e isonômico entre todos os interessados na companhia, de modo a alinhar interesses e expectativas; na *accountability* (prestação de contas) entre minoritários, majoritários e agentes, de maneira compreensível e de acordo com as responsabilidades; e as demonstrações contábeis possuem esse papel na divulgação. Por fim, tem-se a responsabilidade corporativa, viabilizando o aspecto econômico-financeiro de todos os envolvidos com a organização, independentemente da participação acionária.

As estruturas de governança são acompanhadas por uma definição clara de tarefas e responsabilidades que proporcionam uma melhoria por meio de mecanismos internos, como proteção dos direitos dos acionistas pelo Conselho de Administração e integridade das práticas contábeis e normas de divulgação (DIBRA; BODINI, 2013). No entanto, os mecanismos internos precisam do apoio de mecanismos externos, como o sistema legal de proteção aos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). No Brasil, o nível de proteção é considerado baixo (CRISÓS-

TOMO; FREIRE, 2015) e, por este motivo, maior é o poder dos controladores sobre os minoritários, favorecendo, assim, a expropriação daqueles que possuem menor participação na companhia.

## Encerramento da Discussão

No encerramento, o docente deve reunir os principais pontos elencados na sessão de discussão prévia e as respostas dos discentes durante o debate em plenário. O professor deverá conectar as respostas dos discentes, alinhando-as quando estiverem em comum e confrontando-as quando divergentes. Do mesmo modo, o docente deverá associar as conexões e as divergências, na medida do possível, com a teoria.

## Referências

- ADAMS, R. B.; HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, v. 48, n. 1, p. 58-107, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- ALUCHNA, M.; Shareholders fight for corporate control: case studies from Poland. *Social Responsibility Journal*, v. 2, n. 1, p. 50-61, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1108/eb045822>
- BENSAADI, I. *et al.* Can debt mitigate majority-minority shareholders agency problem? *Montenegrin Journal of Economics*, v. 17, n. 1, p. 121-131, 2021. DOI: <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2021.17-1.9>
- BOUBRAKI, N. *et al.* Incorporation law, ownership structure and firm value: evidence from Canada. *Journal of Empirical Legal Studies*, v.8, n. 2, p. 358-383, 2011. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1740-1461.2011.01212.x>
- CHIMENTI, P. C. Reflexões sobre Casos de Ensino Memoráveis. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 24, n. 5, p. 376-379, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020200102>
- COLLARES, M. L. Governança corporativa: fator preponderante no ativismo de acionistas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 24, n. 5, p. 414-431, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>
- CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. D. The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Revista brasileira de gestão de negócios*, v. 17, n. 55, p. 987-1006, 2015 DOI: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i55.2026>
- DIBRA, R.; BODINI, J. Corporate governance in balkan financial institution, case of Albania. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, v. 3, n. 2, p. 20-38, 2013. DOI: <https://doi.org/10.22495/rgcv3i2art2>

- DONALDSON, L.; DAVIS, J. H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 49-65, 1991. DOI: <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FREEMAN, R. E.; EVAN, W. M. Corporate governance: a stakeholder interpretation. **Journal of Behavioral Economics**, v. 19, n. 4, 1990. DOI: [https://doi.org/10.1016/0090-5720\(90\)90022-Y](https://doi.org/10.1016/0090-5720(90)90022-Y)
- FRENCH, N.; CROSBY, N.; THORNE, C. Pricing to market: market value—the enigma of misunderstanding. **Journal of Property Investment Finance**, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1108/JPIF-05-2021-0041>
- GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. One share-one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 175-202, 1998. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- GROTTA, R. C. *et al.* Analysis of the affinity of the principles of corporate governance to the ISO 14001 environmental management system standard. **Gestão & Produção**, v. 27, n. 2, p. 1-19, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1590/0104-530X4026-20>
- GUERRERO-VILLEGAS, J. *et al.* Ownership concentration and firm performance: the moderating effect of the monitoring and provision of resources board roles. **Spanish Journal of Finance and Accounting**, p. 1-22, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1080/02102412.2018.1449722>
- HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate governance: voting rights and majority rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 203-235, 1988. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90045-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90045-1)
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JIANG, F.; KIM, K. A. Corporate governance in China: a modern perspective. **Journal of Corporate Finance**, v.32, n. 1, p. 190-216, 2015. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.010>
- JOHNSON, S. G.; SCHNATTERLY, K.; HILL, A. D. Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. **Journal of Management**, v. 39, n. 1, p. 232-262, 2013. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206312463938>
- KOHAR, F. P.; DEWI, Y. K. Abuse of rights by majority shareholders in Indonesian family-owned company: is it likely? **Sriwijaya Law Review**, v.5, n. 1, p. 29-41, 2021.
- PINDADO, J.; REQUEJO, I.; TORRE, C. Family control, expropriation, and investor protection: a panel data analysis of Western European corporations. **Journal of Empirical Finance**, v. 27, n. 1, p. 58-74, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.10.006>
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v.52, n. 2, p. 737-783, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- WANG, B. Ownership, institutions and firm value: cross-provincial evidence from China. **Research in International Business and Finance**, v. 44, n. 1, p. 547-565, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.125>