



**GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO
SETOR DE DISTRIBUIÇÃO DE COMBUSTÍVEIS NO BRASIL**

**CORPORATE GOVERNANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE IN THE
BRAZILIAN FUEL DISTRIBUTION SECTOR**

**Davidson Araújo de Oliveira¹, Waldir Severiano de Medeiros Júnior², Nilton dos
Santos Portugal³**

¹Grupo Unis, Varginha, Minas Gerais, araujo.davidson@hotmail.com;

<https://orcid.org/0009-0005-4045-7448>

² Grupo Unis, Varginha, Minas Gerais, waldir.junior@professor.unis.edu.br;

<https://orcid.org/0000-0002-9605-6468>

³Grupo Unis, Varginha, Minas Gerais, nilton.portugal@professor.unis.edu.br;

<https://orcid.org/0000-0002-3626-3828>

RESUMO

O estudo analisa comparativamente as práticas de governança corporativa e a estrutura de propriedade de três empresas do setor de distribuição de combustíveis no Brasil, sendo: Raízen S.A., Ultrapar Participações S.A. e Vibra Energia S.A; todas listadas no Novo Mercado da B3. Fundamentado nas teorias da Agência e dos *Stakeholders*, o trabalho examina como diferentes estruturas de controle (concentrado e disperso) influenciam os conflitos de agência e os mecanismos de governança. A pesquisa, de natureza descritiva e qualitativa, utilizou dados públicos dos Formulários de Referência e websites de Relações com Investidores. Os resultados mostram que, embora a Raízen apresente controle concentrado e as demais controle disperso, as três empresas demonstram forte aderência às melhores práticas do IBGC, com destaque para o alto percentual de conselheiros independentes, separação entre Chairman e CEO e divulgação transparente de informações ESG. Conclui-se que a estrutura de propriedade define o tipo de conflito de agência, mas o nível de governança é elevado em todos os casos.

Palavras-chave: Governança corporativa, Estrutura de propriedade, Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders*, Setor de combustíveis.

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa emergiu como um campo de estudo e prática essencial no cenário econômico global, principalmente após crises financeiras e escândalos empresariais que expuseram falhas na avaliação, controle e na prestação de contas das grandes corporações (Rossetti e Andrade, 2014).

Segundo Rossetti e Andrade (2014), os conceitos de governança corporativa podem ser agrupados segundo quatro objetivos: 1) Guardiã de direitos das partes com interesses em jogo nas empresas; 2) Funcionar como um sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; 3) Estrutura de poder que se observa no interior das corporações; 4) Normatizar, sistematicamente, as relações internas e externas das companhias.

No Brasil, a relevância do tema é acentuada pela predominância histórica de estruturas de controle concentrado (Rossetti e Andrade, 2014), que geram um tipo específico de conflito de agência, e pela crescente adesão aos padrões internacionais de mercado, como os níveis diferenciados de listagem da B3.

O sistema de listagem da B3, antiga BM&FBOVESPA, comumente referenciada como Bolsa do Brasil, consiste na segmentação de empresas listadas em diferentes níveis de governança corporativa, como exemplo: Novo Mercado, Nível 2 e Nível, que exigem o cumprimento de regras de transparência e proteção aos acionistas superiores às exigidas pela legislação brasileira. Esses segmentos visam reduzir a assimetria de informações, atrair investidores e elevar o valor de mercado das companhias ao garantir direitos e a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação (B3, 2024)

Em contraposição ao objetivo de máximo retorno total dos proprietários, têm sido desenvolvidas proposições mais abrangentes de objetivos corporativos, apoiadas no conceito-base do *triple bottom line*, associadas com questões financeiras, ambientais e sociais (Monks & Minow, 2011).

A relevância científica do tema reside na sua intersecção com diversas teorias fundamentais da administração e finanças, como a Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) e a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984). A Teoria da Agência, com foco na separação entre propriedade e gestão, busca otimizar a relação contratual entre acionistas (principais) e administradores (agentes), minimizando os custos decorrentes do desalinhamento de interesses. Por outro lado, a Teoria dos *Stakeholders* expande essa visão, argumentando que a sustentabilidade e o sucesso de longo prazo de uma empresa

dependem da gestão equilibrada dos interesses de todos os grupos afetados por suas operações, incluindo clientes, fornecedores, empregados e a sociedade em geral (Jensen, 2001). A busca por um modelo de governança que harmonize a maximização do valor para o acionista com a responsabilidade social e ambiental (ESG- Ambiental, Social e Governança) constitui um desafio teórico e prático de grande magnitude.

No âmbito prático, a adoção de boas práticas de governança corporativa é um fator decisivo para a atração de capital, especialmente o investimento estrangeiro e institucional. Empresas com governança robusta são percebidas como menos arriscadas, o que se traduz em menor custo de capital e maior valor de mercado. No setor de distribuição de combustíveis, a relevância prática é ainda mais crítica. Este setor, caracterizado por ser intensivo em capital, altamente regulamentado e com significativo impacto ambiental e social, exige mecanismos de governança que garantam a transparência, a gestão eficaz de riscos operacionais e de *compliance*, e a prestação de contas aos diversos *stakeholders*. A transição energética e as crescentes demandas por sustentabilidade impõem um escrutínio ainda maior sobre as práticas de governança dessas companhias (Oliveira & Silva, 2023)

É preciso questionar se a estrutura criada não seja apenas perpétua, mas sim sustentável (Monks & Minow, 2011). Os acionistas precisam encontrar uma maneira dentro do escopo limitado de sua autoridade para torná-la claro que o crime corporativo não será tolerado, ainda que, no entanto, cabe, aos diretores e gestão se certificarem de que a empresa desenvolva sistemas de incentivos para garantir a conformidade com a lei. Logo, é o conselho de administração que tem a autoridade, na verdade, a responsabilidade, de promulgar políticas corporativas básicas (Monks & Minow, 2011).

A literatura sobre governança corporativa apresenta divergências notáveis, principalmente no que tange ao objetivo primordial da empresa. A principal **divergência** teórica reside no debate entre a visão *Shareholder Primacy* (Teoria da Agência clássica) e a visão *Stakeholder Theory*. Enquanto a primeira defende que o foco deve ser no acionista, a segunda justifica uma abordagem mais pluralista (Monks & Minow, 2011).

Podemos observar uma divergência teórica e empírica, sendo a divergência teórica, com foco e se embasando na Teoria da Agência, consequentemente, frequentemente criticada por sua visão estreita e por não capturar a complexidade das relações empresariais modernas. Em contrapartida, a Teoria dos *Stakeholders* é observada como excessivamente ampla, dificultando a definição de métricas claras de desempenho

e *accountability* (responsabilidade). Já como divergência empírica (estrutura de controle), no contexto brasileiro, frequentemente debate qual estrutura de controle (concentrado *versus* disperso) é mais eficiente (Donaldson & Davis, 1991). Empresas de controle concentrado (como a Raízen, com controle compartilhado) podem se beneficiar de decisões mais rápidas e alinhamento de longo prazo, mas sofrem com o risco de expropriação de minoritários. Empresas de controle disperso (*corporations*, como Ultrapar e Vibra) mitigam o conflito controlador-minoritário, mas podem intensificar o conflito acionista-administrador, exigindo um Conselho de Administração altamente independente e ativo (Silva, 2018).

A análise comparativa proposta neste trabalho busca contribuir para com essa discussão empírica, examinando como três grandes *players* do mesmo setor, mas com estruturas de controle distintas (um modelo de controle compartilhado e dois modelos de *corporation*), implementam os mecanismos de governança previstos no Código das Melhores Práticas do IBGC (IBGC, 2023).

O objetivo geral deste trabalho é realizar uma análise comparativa descritiva das práticas de governança corporativa e estrutura de propriedade de três empresas de capital aberto do setor de distribuição de combustíveis no Brasil (Raízen S.A., Ultrapar Participações S.A. e Vibra Energia S.A.), com base em um questionário estruturado e dados públicos da B3 e dos Formulários de Referência.

Os objetivos específicos incluem:

- Identificar e comparar o tipo de controle acionário e o principal conflito de agência em cada companhia.
- Avaliar a aderência de cada empresa aos mecanismos de governança, como a independência do Conselho de Administração, a separação dos cargos de *Chairman* e CEO, e a proteção aos acionistas minoritários (*Tag Along*).
- Analisar a transparência e a divulgação de informações sobre gestão de riscos, compliance e desempenho ESG.
- Discutir as descobertas à luz da Teoria da Agência e da Teoria dos *Stakeholders*, e do Código das Melhores Práticas do IBGC.

Podemos elencar um potencial de contribuição duplo, sendo, para a literatura, uma análise empírica e contemporânea de um setor estratégico da economia brasileira,

comparando a eficácia dos mecanismos de governança em diferentes estruturas de propriedade (controle concentrado *versus* disperso) no contexto do Novo Mercado da B3, um dos mercados que fazem parte da listagem da B3. Isso permite um aprofundamento na discussão sobre a mitigação dos conflitos de agência no Brasil. Para o mercado, fornece benchmark detalhado das práticas de governança corporativa adotadas pelas líderes do setor de distribuição de combustíveis, auxiliando investidores, reguladores e gestores na avaliação da qualidade da governança e na identificação de pontos fortes e frágeis para aprimoramento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A função da empresa

A discussão sobre Governança Corporativa tem seu ponto de partida na própria definição e função da empresa na sociedade. A evolução do capitalismo e a complexidade das grandes corporações modernas, caracterizadas pela separação entre propriedade (acionistas) e gestão (administradores), trouxeram à tona a necessidade de um modelo mais abrangente (Block, 2017). Uma corporação é, essencialmente, uma entidade legal com personalidade jurídica própria, que permite a captação de grandes volumes de capital e a limitação da responsabilidade dos proprietários (Monks & Minow, 2011). Essa estrutura, embora eficiente para o crescimento econômico, cria o ambiente propício para os conflitos de interesse abordados pelas teorias de governança (Jensen, 2001).

A Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) é o pilar fundamental da Governança Corporativa. Ela define a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal ou acionista) engajam outra pessoa (o agente ou administrador) para executar em seu nome algum serviço, delegando-lhe autoridade para tomada de decisões. O cerne da teoria reside no conflito de agência, que surge quando os interesses do agente e do principal divergem. O agente, motivado por seu próprio interesse (como remuneração, status ou menor esforço), pode tomar decisões que não maximizam a riqueza do principal.

No contexto brasileiro, com a prevalência de empresas de controle concentrado, o principal conflito de agência é frequentemente o de Acionista Controlador versus Acionistas Minoritários (principal-principal *conflict*). O controlador pode se engajar em expropriação de minoritários (*tunneling*), utilizando a empresa para benefício próprio, o

que exige mecanismos de proteção robustos, como o *Tag Along* e a presença de conselheiros independentes (Silva, 2018). Por outro lado, em empresas de controle disperso (*corporations*), o conflito se manifesta entre Acionista *versus* Administradores (principal-agent), onde o risco é a ineficiência gerencial e a busca por benefícios privados pelos gestores (Barros, 2020).

2.2 Teoria dos Stakeholders e o impacto na gestão corporativa

Em contraste com a visão estritamente focada no acionista, a Teoria dos Stakeholders (Freeman, 1984) propõe que a gestão corporativa deve considerar os interesses de todos os grupos que podem afetar ou ser afetados pelas atividades da empresa. Esses grupos incluem, mas não se limitam, a acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores, comunidades e o meio ambiente. O impacto na gestão corporativa é profundo, sendo principalmente na:

- Decisão Estratégica: As decisões não visam apenas o lucro imediato, mas a criação de valor sustentável para todos os *stakeholders*.
- Responsabilidade Social e ESG: A teoria dos stakeholders é a base conceitual para as práticas de ESG, que se tornaram cruciais para a reputação e o acesso a capital.
- Mitigação de Riscos: O engajamento com stakeholders ajuda a identificar e mitigar riscos não financeiros (sociais, ambientais, regulatórios) que podem impactar o valor da empresa a longo prazo.

A governança moderna busca um equilíbrio entre as duas teorias: utilizar os mecanismos da Teoria da Agência para proteger o capital e a eficiência, enquanto adota a perspectiva da Teoria dos *Stakeholders* para garantir a legitimidade social e a sustentabilidade do negócio.

2.3 O Conselho de Administração como Mecanismo de Governança

O Conselho de Administração (CA) é o órgão central do sistema de governança corporativa, atuando como o elo entre a propriedade e a gestão (IBGC, 2023). Sua principal função é monitorar a diretoria executiva e proteger os interesses dos acionistas, especialmente os minoritários.

A eficácia do CA está diretamente ligada à sua composição e competências. Estudos como o de Neves et al. (2017) destacam que a arquitetura do perfil de competências dos membros do conselho é crucial. Embora as competências técnicas

sejam importantes, as competências comportamentais (como a capacidade de questionamento, trabalho em equipe e ética) são igualmente vitais para o desempenho do conselho como órgão colegiado.

Mecanismos de governança relacionados ao CA incluem:

- Independência: O percentual de conselheiros independentes é um indicador-chave da qualidade da governança. Conselheiros independentes, sem vínculos com a administração ou o controlador, são essenciais para mitigar o conflito de agência, seja ele do tipo I (controlador x minoritário) ou do tipo II (acionista x administrador).

- Separação de Funções: A separação dos cargos de Presidente do Conselho (*Chairman*) e Diretor-Presidente (CEO) é considerada uma prática fundamental para garantir que o CA exerça seu papel de monitoramento de forma eficaz, sem o conflito de interesse gerado pela concentração de poder.

- Comitês de Apoio: A existência de comitês especializados (como o Comitê de Auditoria, Riscos e Finanças) aumenta a capacidade de supervisão do CA, permitindo uma análise mais aprofundada de temas complexos.

2.4 Governança Corporativa e Estrutura de Capital

A qualidade da Governança Corporativa não é apenas uma consequência da estrutura de capital, mas também um de seus determinantes (Silveira et al., 2008). Empresas com melhor governança desfrutam de condições mais vantajosas para captar recursos externos, pois são percebidas como menos arriscadas.

Silveira et al. (2008) argumentam que, em mercados com baixa proteção dos investidores minoritários (como o Brasil historicamente), as empresas com boas práticas de governança podem ser forçadas a buscar outras fontes de financiamento, como o endividamento, induzindo uma relação positiva entre a qualidade da GC e o grau de endividamento. Por outro lado, a própria estrutura de capital (o endividamento) pode funcionar como um mecanismo de governança, atuando como força disciplinadora sobre os gestores (Jensen, 2001).

A análise das empresas do setor de distribuição de combustíveis, com suas diferentes estruturas de controle (concentrado versus disperso), permite examinar como esses mecanismos de governança (CA, *Tag Along*, *Free Float*) se articulam para mitigar

os conflitos de agência e influenciar a percepção de risco e a atratividade para o capital (Oliveira & Silva, 2023).

2.5 O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC)

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (IBGC, 2023) é a principal referência para as empresas brasileiras. O Código se baseia em quatro princípios fundamentais, que servem como *benchmark* (referência) para a análise das empresas:

1. Transparência (*Disclosure*): Desejo de informar não apenas sobre o desempenho econômico-financeiro, mas também sobre fatores (inclusive intangíveis) que orientam a ação gerencial e que possam afetar a avaliação da companhia.
2. Equidade: Tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais stakeholders.
3. Prestação de Contas (*Accountability*): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
4. Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das empresas, reduzindo as externalidades negativas e aumentando as positivas, atuando com foco no longo prazo e na inclusão dos interesses dos stakeholders.

A adesão a este código, especialmente por meio dos segmentos de listagem diferenciada da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), é um indicador de qualidade de governança e um fator de atração de investidores. A análise das empresas Raízen, Ultrapar e Vibra, todas no Novo Mercado, permitirá verificar a aplicação prática desses princípios em diferentes contextos de controle acionário.

3 MATERIAL E MÉTODOS

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem qualitativa e quantitativa (descritiva). O objetivo é descrever e comparar as características de governança corporativa e estrutura de propriedade de um conjunto específico de empresas, sem a intenção de estabelecer relações causais ou testar hipóteses estatísticas complexas. A análise é baseada em dados secundários, públicos e estruturados.

A amostra do estudo é composta por três empresas de capital aberto que atuam no mercado de distribuição de combustíveis no Brasil e possuem ações listadas na B3. As empresas selecionadas são: Raízen S.A. (RAIZ4), Ultrapar Participações S.A. (UGPA3) e Vibra Energia S.A. (VBBR3).

A escolha dessas empresas justifica-se pela sua relevância no setor e pela oportunidade de realizar uma análise comparativa entre diferentes estruturas de controle acionário dentro do mesmo segmento de mercado: a Raízen, com controle concentrado (compartilhado), e a Ultrapar e a Vibra, com controle disperso (corporations), todas listadas no segmento de governança Novo Mercado da B3.

Os dados utilizados neste trabalho são de natureza secundária e foram coletados a partir de fontes públicas e oficiais, garantindo a fidedignidade e a comparabilidade das informações.

O *website* de Relações com Investidores (RI) de cada empresa e o *website* da B3, formulários de referência, na aba “relatórios estruturados” para informações sobre índices de listagem e segmentos de governança corporativa.

A coleta dos dados secundários foi referente ao ano de 2024, utilizando os Formulários de Referência mais atualizados disponíveis para o período de análise.

A coleta e a organização dos dados foram guiadas por um questionário estruturado, originalmente utilizado na disciplina de Gestão Corporativa no curso de mestrado em administração do IFMG (Instituto Federal de Minas Gerais). Este questionário serviu como um roteiro detalhado para a extração de informações específicas dos Formulários de Referência e websites das empresas.

O questionário abrangeu os seguintes tópicos centrais de governança corporativa:

- Estrutura de Controle e Propriedade: Tipo de controle (concentrado/disperso), natureza do acionista controlador, composição acionária, existência de ações preferenciais, percentual de *Free Float* e *Tag Along*.

- Conflitos de Agência: Identificação do principal conflito (Acionista x Administradores ou Controlador x Minoritários).

- Conselho de Administração: Quantidade de membros, percentual de independência (membros externos), separação dos cargos de Chairman e CEO, representação de minoritários e presença de comitês de apoio (ex: Comitê de Auditoria).

- Gestão de Riscos e Compliance: Divulgação de política de gestão de riscos, existência de auditoria interna e Conselho Fiscal, e avaliação do programa de integridade.

- Transparência e Divulgação: Qualidade dos comentários da diretoria, qualidade do *website* de RI e divulgação de informações ESG (Relatório de Sustentabilidade).

O modelo de análise adotado é a análise Comparativa Descritiva. Após a coleta e tabulação dos dados de cada empresa com base no questionário, o procedimento analítico seguiu as seguintes etapas:

- Tabulação e Síntese: Os dados coletados foram organizados em tabelas comparativas, permitindo a visualização lado a lado das práticas de governança das três empresas.

- Descrição Detalhada: Para cada tópico do questionário (ex: Conselho de Administração), foi realizada uma descrição detalhada das características de cada empresa.

- Análise Comparativa: As similaridades e as diferenças entre as empresas foram destacadas, com foco nas implicações das diferentes estruturas de controle (concentrado *versus* disperso) para a governança.

- Interpretação Teórica: Os resultados descritivos e comparativos foram interpretados à luz da Teoria da Agência (Jensen; Mecking, 1976) e da Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), e confrontados com as Melhores Práticas do IBGC (IBGC, 2023).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A análise comparativa descritiva das práticas de governança corporativa e estrutura de propriedade das companhias Raízen S.A. (RAIZ4), Ultrapar Participações S.A. (UGPA3) e Vibra Energia S.A. (VBBR3) foi realizada com base nos dados extraídos de seus Formulários de Referência e informações públicas da B3, seguindo o questionário estruturado apresentado na seção de Metodologia.

4.1. Estrutura de controle e propriedade

A separação entre propriedade (*Ownership*) e controle (*Control*) tem sido o foco das discussões sobre governança corporativa (Monkeys e Minow, 2011, p. 19). Segundo

Rosseti e Andrade (2014), a OCDE recomenda, para a governança corporativa nos países latino-americanos:

1. Forte e eficaz proteção a acionistas minoritários;
2. *Tag along* universalmente garantido;
3. Divulgação da estrutura acionária;
4. Emprego eficaz de arbitragem privada no mercado de capitais;
5. Emissão de relatórios sociais e ambientais

Tabela 1: Principais características de estrutura e controle e propriedade das empresas estudadas

Característica	Raízen S.A. (RAIZ4)	Ultrapar Participações S.A. (UGPA3)	Vibra Energia S.A. (VBBR3)
Tipo de Controle	Concentrado (Compartilhado)	Disperso (Corporation)	Disperso (Corporation)
Natureza do Controlador	Holding (Cosan) e Investidor Institucional/Estrangeiro (Shell)	Não se aplica (Pulverizado)	Não se aplica (Pulverizado)
Principal Conflito de Agência	Acionista Controlador x Acionistas Minoritários	Acionista x Administradores	Acionista x Administradores
Segmento de Governança B3	Novo Mercado	Novo Mercado	Novo Mercado
Ações Preferenciais (PN)	Não (Exigência do Novo Mercado)	Não (Exigência do Novo Mercado)	Não (Exigência do Novo Mercado)
Tag Along (Ações ON)	100%	100%	100%
Free Float (Ações ON)	5,08%	Aproximadamente 100%	Aproximadamente 100%

Fonte: Dados da pesquisa.

As três empresas estão listadas no Novo Mercado da B3, o mais alto nível de governança corporativa, o que implica em regras rigorosas, como a emissão exclusiva de ações ordinárias (ON) e a garantia de 100% de *Tag Along* para todos os acionistas.

A principal distinção reside no Tipo de Controle. A Raízen apresenta um controle concentrado e compartilhado entre a Cosan e a Shell, que detêm 94,921% das ações ON (títulos de renda variável que conferem ao investidor o direito a voto). Essa estrutura gera o clássico conflito de agência do tipo I (*principal-principal*), onde o risco de expropriação

dos minoritários é elevado, apesar das proteções do Novo Mercado. O *Free Float* extremamente baixo (5,079%) é uma consequência direta dessa concentração.

Em contraste, Ultrapar e Vibra são *corporations* com controle disperso após a pulverização de capital (no caso da Vibra, após a privatização e venda da participação da Petrobras). Nesses casos, o principal conflito de agência se desloca para o tipo II (*principal-agent*), ou seja, Acionista x Administradores. A pulverização do capital confere maior discricionariedade à gestão, tornando o monitoramento pelo Conselho de Administração o mecanismo de governança mais crítico. O *Free Float* próximo a 100% em ambas as empresas é um indicador de alta liquidez e dispersão acionária.

4.2. Conselho de Administração (CA)

O Conselho de Administração é o principal mecanismo de monitoramento interno. A Tabela 2 compara a composição e as práticas do CA nas três companhias.

Segundo Rosseti e Andrade (2014), o conselho de administração é o órgão guardião dos interesses dos proprietários, dentre as várias funções, o CA:

- Trata de um órgão de caráter nuclear, dotado de poderes emanados da Assembleia Geral, em torno do qual gravitam os demais órgãos da administração.
- Entre suas funções essenciais, destaca-se o monitoramento de todo um conjunto de riscos de gestão e de conflitos e custos de agência.
- São estas funções que o torna a mais importante força interna de controle das corporações.
- O conselho de administração dá o tom de seu envolvimento com a gestão, define em regimento a sua missão e os seus papéis e estabelece regras para suas formas de atuação.
- Conselho de administração tem as decisões de controle da companhia.

Tabela 2: Composição CA

Característica	Raizen S.A. (RAIZ4)	Ultrapar Participações S.A. (UGPA3)	Vibra Energia S.A. (VBBR3)
Total de Membros	10	9	9
% de Membros Independentes	70% (7 de 10)	100% (9 de 9)	100% (7 de 7)
Separação Chairman/CEO	Sim	Sim	Sim
Mandato dos Conselheiros	2 anos	2 anos	2 anos
% de Mulheres no CA	20% (2 de 10)	33,33% (3 de 9)	0% (0 de 7)
Comitê de Auditoria	Sim (Estatutário)	Sim (Estatutário)	Sim (Estatutário)
Representação de Minoritários	2 Conselheiros Independentes	9 Conselheiros (Todos Independentes)	2 Conselheiros (Voto em Separado)

Fonte: Dados da pesquisa

Todas as empresas demonstram forte aderência às melhores práticas do IBGC no que tange ao CA. A separação dos cargos de *Chairman* e *CEO* é universal, prática que aumenta a independência do Conselho em relação à gestão executiva.

Quanto ao tamanho, não se recomenda conselhos populosos, pois os mais eficazes parecem ser os de menor número de conselheiros, com equilíbrio entre *insiders*, *outsiders* relacionados e *outsiders* (Rossetti e Andrade, 2014, p.277).

O destaque fica para o percentual de membros independentes. A Ultrapar e Vibra atingem o nível máximo de 100% de independência, o que é um mecanismo de governança extremamente robusto para mitigar o conflito Acionista x Administradores, típico de *corporations*. A Raízen (70%) também supera significativamente o mínimo exigido pelo Novo Mercado (20% ou 2 membros). No caso da Raízen, o alto percentual de independentes é crucial para proteger os minoritários contra o poder do bloco de controle.

Em relação à diversidade de gênero, a Ultrapar se destaca com 33,33% de mulheres no CA, enquanto Raízen 20% e a Vibra ainda não apresenta representante do sexo feminino.

4.3. Gestão de Riscos e Transparência

A gestão de riscos e a transparência são elementos cruciais para a Teoria dos Stakeholders e para o princípio de *accountability* do IBGC. O *Compliance* explicita o quanto a organização está adequada às normas, procedimentos e boas práticas, recomendáveis ou obrigatórias por força da lei através da implantação, monitoramento e auditoria de controles de modo a garantir e comprovar a sua adequação. Diferentes empresas sofrem de insatisfação devido a multas bilionárias pela falta de Compliance,

incluindo, mas não se limitando, a dano de reputação à empresa e a marca, e aos indivíduos (Block, 2017).

Neste quesito, as três empresas demonstram um alinhamento quase total com as melhores práticas. Todas possuem uma estrutura formalizada de gestão de riscos, com políticas aprovadas pelo CA, e mecanismos de controle interno e externo (Auditoria Interna, Conselho Fiscal Permanente e Auditores Independentes).

A divulgação de informações sobre ESG/Sustentabilidade é um ponto forte comum, com todas as empresas publicando Relatórios de Sustentabilidade. Isso reflete a crescente pressão dos *stakeholders* (investidores, reguladores e sociedade) sobre o setor de combustíveis para que demonstre responsabilidade ambiental e social. A transparência e a qualidade dos *websites* de Relações com Investidores (RI) também são elevadas, cumprindo o princípio de Transparência do IBGC.

Tabela 3: Características das empresas estudadas

Característica	Raízen S.A. (RAIZ4)	Ultrapar Participações S.A. (UGPA3)	Vibra Energia S.A. (VBRR3)
Política de Gestão de Riscos	Divulgada (Formalizada e Aprovada pelo CA)	Divulgada (Formalizada e Aprovada pelo CA)	Divulgada (Formalizada e Aprovada pelo CA)
Auditoria Interna	Sim	Sim	Sim
Conselho Fiscal Instalado	Sim (Permanente)	Sim (Permanente)	Sim (Permanente)
Opinião de Auditores Independentes	Disponível (Website e FR)	Disponível (Website e FR)	Disponível (Website e FR)
Divulgação ESG/Sustentabilidade	Sim (Relatório de Sustentabilidade)	Sim (Relatório de Sustentabilidade)	Sim (Relatório de Sustentabilidade)
Qualidade do Site RI	Alta (Informações completas e acessíveis)	Alta (Informações completas e acessíveis)	Alta (Informações completas e acessíveis)

Fonte: Dados da pesquisa

4.4 Síntese dos pontos fortes e frágeis por cia

4.4.1 Raízen S.A. (RAIZ4):

Ponto Forte: Alto percentual de conselheiros independentes (70%) e separação *Chairman/* CEO, que atuam como mitigadores do conflito controlador-minoritário. Aderência total aos requisitos do Novo Mercado da B3.

Ponto Frágil: O controle concentrado (94,921% das ON) e o baixíssimo *Free Float* (5,079%) representam o principal risco de governança (conflito principal-principal), apesar dos mecanismos de proteção.

4.4.2 Ultrapar Participações S.A. (UGPA3):

Ponto Forte: Estrutura de *corporation* com controle disperso e 100% de conselheiros independentes. Este é o modelo que mais se aproxima do ideal de governança para mitigar o conflito Acionista x Administradores. Alta liquidez (*Free Float* próximo a 100%).

Ponto Frágil: O risco inerente ao controle disperso é a possibilidade de a administração atuar em interesse próprio, embora o CA 100% independente seja o principal contraponto a esse risco.

4.4.3 Vibra Energia S.A. (VBBR3):

Ponto Forte: Estrutura de *corporation* com controle disperso, alto percentual de conselheiros independentes e mecanismos de voto em separado para minoritários, reforçando a equidade.

Ponto Frágil: Semelhante à Ultrapar, o principal desafio é o monitoramento da gestão, mas a estrutura de governança parece bem equipada para lidar com isso.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi realizar uma análise comparativa descritiva das práticas de governança corporativa e estrutura de propriedade de três empresas de capital aberto do setor de distribuição de combustíveis no Brasil: Raízen S.A. (controle concentrado/compartilhado), Ultrapar Participações S.A. e Vibra Energia S.A. (ambas com controle disperso). A análise foi conduzida com base em um questionário estruturado, utilizando dados públicos extraídos dos Formulários de Referência e da B3.

As principais conclusões obtidas na etapa de resultados podem ser sintetizadas em três pontos centrais, que refletem a dinâmica da governança corporativa no Brasil:

A conclusão mais evidente é que a estrutura de propriedade é o fator determinante para o tipo de conflito de agência predominante. Na Raízen, o controle concentrado (94,921% das ações ON) confirma a prevalência do conflito Acionista Controlador *versus* Acionistas Minoritários (conflito *principal-principal*), conforme previsto pela literatura

de governança em mercados emergentes (Silveira et al., 2008). Na Ultrapar e na Vibra, a condição de *corporations* com controle disperso desloca o foco para o conflito Acionista *versus* Administradores (conflito *principal-agent*), conforme a Teoria da Agência (Jensen; Mecking, 1976).

Apesar da diferença na estrutura de controle, as três empresas demonstram uma forte convergência na adoção de mecanismos de governança de alto nível, impulsionada pela listagem no Novo Mercado da B3. A exigência de 100% de *Tag Along* e a emissão exclusiva de ações ON protegem os minoritários em todas as companhias.

O Conselho de Administração (CA) emerge como o principal mecanismo de monitoramento interno. A alta taxa de conselheiros independentes (70% na Raízen, 100% na Ultrapar e Vibra) é uma conclusão robusta. Na Raízen, essa independência atua como um contrapeso crucial ao poder do bloco de controle. Na Ultrapar e Vibra, o alto grau de independência é essencial para fiscalizar a gestão e mitigar o conflito Acionista x Administradores. A separação dos cargos de *Chairman* e *CEO* em todas as empresas reforça essa independência (Neves et al., 2017).

Todas as empresas demonstraram alta aderência aos princípios de Transparência e Responsabilidade Corporativa do IBGC (IBGC, 2023). A formalização da política de gestão de riscos, a existência de Comitês de Auditoria e Conselhos Fiscais permanentes, e a divulgação de relatórios de sustentabilidade/ESG indicam que a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984) está sendo incorporada na prática de gestão. Isso sugere que, no setor de distribuição de combustíveis, a pressão por legitimidade social e acesso a capital, que valoriza o ESG, está levando as empresas a adotarem uma visão mais ampla de sua função, para além da mera maximização do lucro para o acionista.

As descobertas deste estudo têm implicações significativas para a literatura e para os praticantes do mercado: O estudo reforça a tese de que os segmentos de listagem diferenciada da B3 são eficazes em impor um piso de qualidade de governança, independentemente da estrutura de propriedade. Além disso, demonstra que, mesmo em um contexto de controle concentrado (Raízen), mecanismos como a independência do CA podem ser utilizados para alinhar os interesses e reduzir os custos de agência. E para o mercado, o trabalho fornece um *benchmark* detalhado. Investidores podem utilizar a alta independência do CA da Ultrapar como um indicador de baixo risco de agência do tipo II, e a forte proteção aos minoritários da Raízen como um mitigador do risco de

agência do tipo I. Para as empresas, a análise comparativa aponta a necessidade de continuar aprimorando a diversidade de gênero no CA, um ponto de melhoria comum.

ABSTRACT

This study provides a comparative analysis of corporate governance practices and ownership structure in three major Brazilian fuel distribution companies — Raízen S.A., Ultrapar Participações S.A., and Vibra Energia S.A. — all listed on B3's Novo Mercado. Grounded in Agency Theory and Stakeholder Theory, the research investigates how different ownership structures (concentrated versus dispersed) influence agency conflicts and governance mechanisms. The descriptive, qualitative analysis used public data from Reference Forms and Investor Relations websites. Results reveal that, despite Raízen's concentrated control and Ultrapar and Vibra's dispersed structures, all companies show strong adherence to the IBGC's best practices, including a high percentage of independent board members, separation of Chairman and CEO roles, and transparent ESG disclosure. The study concludes that ownership structure determines the prevailing agency conflict type, but the governance standards remain high across all firms, reflecting the effectiveness of Brazil's Novo Mercado governance framework.

Keywords: Corporate governance, Ownership structure, Agency theory, Stakeholder theory, Fuel distribution sector.

REFERÊNCIAS

BARROS, L. A. B. C. et al. Endogeneity in panel data regressions: methodological guidance for corporate finance researchers. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 22, Edição Especial, p. 437-461, 2020.

B3. Empresas Listadas. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 21/10/2025.

B3. Segmentos de Listagem. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 13 abr. 2026.

BLOK, M. Compliance e governança corporativa. Rio de Janeiro: Editora Freitas Bastos, 3.

Edição, 2017, 394 p. Disponível na biblioteca virtual, no link: <
<https://plataforma.bvirtual.com.br/Leitor/Publicacao/184827/pdf/0>, acesso em 18-08-2025>

DONALDSON, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–65.
<https://doi.org/10.1177/031289629101600103>

FREEMAN, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023.

JENSEN, M. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297–317.
<https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>

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.

SILVA, S. S. Teoria da Agência, Stewardship e Stakeholders: uma análise comparativa. *Revista de Administração e Contabilidade da UNIFACS*, v. 19, n. 1, p. 1-18, 2018.

MONKS, R. A. G., & MINOW, N. (2011). *Corporate governance* (5th ed.). Wiley-Blackwell. ISBN 978-0-470-97259-5.

NEVES, A. C. D. *et al.* Diagnóstico e análise das competências dos conselheiros de administração. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 57, n. 5, p. 453-469, set.-out. 2017.

OLIVEIRA, R. S.; SILVA, M. A. Governança Corporativa e Gestão de Riscos em Setores de Infraestrutura: Um Estudo sobre as Distribuidoras de Energia e Combustíveis. *Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI, Teresina*, v. 10, n. 2, p. 45-62, 2023.

RAÍZEN S.A. *Formulário de Referência 2023/2024*. Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 7. Edição, 2014.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *RAC, Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A. *Formulário de Referência 2024*.

VIBRA ENERGIA S.A. *Formulário de Referência 2024*.