

Dispersão e Controle Revisitados (I)

Na história da humanidade, o número quatro encontra-se comumente associado à completude e ao equilíbrio. Quatro são os elementos da natureza, os pontos cardeais, as estações do ano, as fases da lua e da vida humana. Pretensão lúdica nossa, igualmente são quatro as “bases nitrogenadas” que formam a estrutura do DNA da Dynamo: somos investidores fundamentalistas, focados em ações, com horizonte de longo prazo e atitude participativa em nossos investimentos. A simplicidade do enunciado esconde não pouca profundidade na descrição e vivência prática de cada um desses componentes. O primeiro item, por exemplo, se desdobra em um sem-número de empenhos visando a quase inexpugnável formação de competências para a localização do tal valor intrínseco de uma companhia. Na Carta Dynamo 76, classificamos as etapas de nossa análise em quatro (olha ele aqui novamente) grupos principais: Números, Companhia, Management e Negócio, que devem ser investigados, avaliados, conectados e sintetizados em uma proposição de investimento.

A cada elemento constituinte da nossa morfologia, fazemos corresponder uma disposição que compõe a nossa substância. Assim, *investidor de valor* associa-se à *diligência*, tamanho o cuidado e o esforço exigidos. O *foco em ações* remete à *humildade*. É o reconhecimento de que diante da complexidade do objeto, optamos pela especialização, pela salvaguarda de atuar em um domínio mais circunscrito de competência. *Horizonte de longo prazo* exige a qualidade não menos importante da *paciência*. Nosso relógio de investidor se conecta com o tempo real das economias, dos negócios, do ambiente corporativo e da atividade empresarial. Diferente daqueles que investem tentando antecipar expectativas dos demais, precisamos de paciência para a maturação dos projetos das empresas e para que o valor destas

realizações se transmita às cotas do nosso Fundo. Por fim, nossa espera não é passiva. Por meio de uma *agenda participativa*, pretendemos ajudar a catalisar o valor percebido. Aqui, se a presença assídua é o instrumento, o atributo correspondente consiste na *integridade*. Quando passamos a interagir com frequência com os diversos protagonistas (acionistas, conselheiros, executivos, colaboradores) que orientam estratégias e determinam o desempenho das empresas, temos apenas um único e cristalino propósito: buscamos o melhor para a companhia. A premissa implícita é que o preço da ação deverá capturar ao longo do tempo o valor dessa construção. Não temos outra função objetivo, qualquer interesse próprio, nem mesmo classista (acionista), já que em tempos de ESG, o preço da ação deveria capturar o equilíbrio das aspirações de todos os *stakeholders*.

Este quarto elemento, que se traduz em um espectro de atuações e relacionamentos visando a prosperidade e longevidade da companhia recebe uma denominação precípua: chama-se governança corporativa. As interações buscam formatar regras e práticas que norteiam decisões e modulam condutas. Daí se dizer que a governança é o “sistema operacional” das empresas (no sentido de *software*, cf. Gilson, 2016)¹. Governança tem princípios, mas são processos. Aqueles são inertes, estes maleáveis. Variam no espaço-tempo porque resultam dos encontros e divergências dos diversos agentes e instituições inseridos em contextos particulares.

¹ Como de costume, a fim de tornar o texto mais fluído, preferimos fazer um registro curto das citações, deixando as referências completas do material que consultamos para esta e para a próxima Carta disponíveis em nosso site, no menu biblioteca, no endereço www.dynamo.com.br/pt/biblioteca.

A expressão governança corporativa surgiu nos Estados Unidos em meados dos anos 70 e chegou no Brasil apenas na segunda metade da década de 90. Àquela altura, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) ainda era IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração). Nós na Dynamo frequentávamos praticamente solitários as Assembleias Gerais com a Lei das S.A. a tiracolo sem suspeitar que aquela intromissão consistia na vanguarda de um comportamento que se tornaria, mais à frente, não apenas aceitável, mas absolutamente necessário, recebendo ampla adesão e até pomposo desígnio.

Desde então, muita coisa mudou. Tal qual os softwares, os regimes de governança demandam sistematicamente novas versões a fim de fazer frente às contínuas mudanças de perfil dos atores e de exigências do ambiente institucional. Nosso propósito aqui é precisamente este: o de atualizarmos a literatura disponível, bem como nossas reflexões e entendimentos a respeito do aspecto fundamental da estrutura de propriedade que formata e determina as relações de governança nas companhias. Trata-se de um tema fundamental que esteve bastante presente e documentado em nossas Cartas. Nossa última atualização mais sistemática foi na Carta Dynamo 52 (4T2006): *Dispersão e Concentração – Tema Revisitado*. É tamanha a defasagem de tempo em espaço tão dinâmico que o texto da presente revisão ficou longo e decidimos dividi-lo em dois. Nesta Carta, lembramos rapidamente do ambiente de controle definido que enfrentamos na primeira década da Dynamo. Em seguida, descrevemos nosso aprendizado à medida em que passamos a conviver com a realidade do capital disperso no Brasil. Terminamos com um olhar no mercado americano, reduto da *corporation*, em busca de pistas que possam nos ajudar a nos localizarmos nesta dimensão. Na Carta seguinte, nos voltamos para a realidade da concentração do capital, regime de propriedade dominante ao redor do mundo, que se apresenta em uma versão atualizada e avança inclusive no mercado americano. Consideramos os novos elementos/atores neste cenário e as razões que explicam uma leitura mais benigna do controle e do papel do controlador.

Antes de iniciarmos, duas notas de teor mais abrangente. A primeira, sobre os determinantes das relações de governança corporativa. A abordagem convencional, que vem pautando todas as nossas discussões até aqui, trata do tema no escopo específico dos problemas de agência decorrentes das interações que ocorrem no interior das companhias. No entanto, nos últimos anos, ganhou força o entendimento de que os regimes de governança repercutem fora do ambiente corporativo e como tal seriam também formatados em outras dimensões. Trocas de controle e transferências de domicílio das empresas reverberam em empregos, investimento, atividade de P&D, efeitos *spillover* em comunidades locais e receitas fiscais. Sendo assim, outros elementos, de natureza diversa, mais “exteriores” às companhias também concorrem para a modelagem das experiências de governança. Entre os quais, por exemplo, destacam-se: (i) a competição entre as Bolsas para atrair novas listagens e (ii) a abordagem nacionalista, quando países patrocinam mudanças regulatórias visando proteger indústrias e empregos, que acabam beneficiando o controle incumbente. Em relação à competição, por exemplo, logo após a Alibaba ter feito o IPO na NYSE, as Bolsas de Hong Kong e Cingapura eliminaram o banimento das *dual-shares*, sob determinadas condições. Da mesma forma, a Bolsa de Londres (LSE) promoveu mudanças na regulação das empresas estatais a fim de acenar para a gigante Saudi Aramco. Já em relação às mudanças regulatórias com viés nacionalista, assim foi a lei *Florange* de 2014, quando a França instituiu a garantia de voto dobrado para ações detidas por mais de dois anos, como reação ao fechamento da tradicional planta siderúrgica na cidade de mesmo nome pela Mittal, após a aquisição da Arcelor. Ou seja, a lei societária e os desenhos de governança, e por consequência as estruturas de propriedade, se moldam não apenas pelas forças das disputas intra e entre as empresas, mas também por outras motivações. Nestes exemplos, pela competição entre reguladores e países. Sob esta visão ampliada, “as lentes dos custos de agência que dominam a literatura não capturam suficientemente os desenvolvimentos do mundo real nem as apostas efetivas das escolhas

de governança corporativa ao redor do planeta” (Pargendler, 2019)².

A segunda consideração, também novidade mais recente na literatura, consiste em indagar se e como o regime de propriedade e o sistema de governança poderiam trazer repercussões macroeconômicas que vão além das questões de custos de agência/proteção ao investidor. A estabilidade do controle diminuiria a velocidade de resposta empresarial e com isso implicaria em menor dinamismo para o país? Ou ao contrário, estruturas de propriedade concentrada, pela orientação de longo prazo e como reservatório de capital reputacional, poderiam assumir um papel único de protagonismo empresarial e assim alavancar crescimento econômico, principalmente em jurisdições onde a infraestrutura institucional é menos desenvolvida? Ou seja, aqui também a discussão de governança se expande para além das relações entre os agentes no interior das companhias. Dois exemplos bem distintos que ilustram esta orientação mais aberta sobre o papel e os impactos dos regimes de governança: (i) o entendimento, após a crise global de 2008, de que o sistema financeiro deve ser pensado a partir de um escopo de governança que considere as externalidades dos riscos sistêmicos; (ii) a hipótese de que em países como a Suécia, o regime de governança preservou o controle e protegeu o capital nacional, viabilizando o florescimento de uma indústria local, que por sua vez foi crucial para o desenvolvimento e a estabilidade de uma social democracia pujante. Isto é, os temas da governança corporativa/estrutura de capital passaram a frequentar discussões sobre estabilidade macroeconômica e regimes políticos, dimensões praticamente inexploradas até então. Feito o registro, voltemos então ao nosso microcosmo de competência.

Historicamente, o regime de propriedade dominante no Brasil sempre foi o controle definido. Nos

começos da Dynamo, enfrentávamos um mercado de capitais pouco desenvolvido, com baixa proteção legal e construído *by design* sobre um regime de classes de ações assimétricas em poderes e direitos. O desequilíbrio na partida acabou produzindo gerações de minoritários acanhados e de controladores imoderados. No passado, foram diversas as nossas Cartas onde tratamos dos flagrantes do abuso de poder, da apropriação indevida de resultados, dos usos descomedidos de mútuos e transações com partes relacionadas, dos benefícios privados do controle, do atropelo descarado dos direitos dos preferencialistas. Em tais circunstâncias, nossa pauta de atuação visava em primeiro lugar fazer valer o que a lei nos assegurava, ao mesmo tempo em que tentávamos argumentar o benefício que uma sociedade mais equilibrada traria para todos. Naquela realidade claustrofóbica para o minoritário, onde tínhamos a sensação de esgrimir sem colete na arena do controlador, logo entendemos que tínhamos que ir além, estabelecendo um diálogo construtivo também com os reguladores e autorreguladores, para que eles pudessem conceber normas e induzir condutas mais compatíveis com a vanguarda regulatória e societária.

Naquela altura, olhávamos com admiração para os mercados ditos desenvolvidos, onde os direitos eram simétricos, as relações equilibradas, e o capital pulverizado constituía o regime de propriedade dominante. O poder de controle não estava na mão de um único CNPJ ou CPF, nem aprisionado por acordos herméticos de acionistas. Em tese, estava disponível no mercado e seu exercício sujeito à decisão soberana dos acionistas. Lá, não havia distinção entre majoritários e minoritários, nem diferenciação de classes, ONs, PNAs, PNBs. Tudo era igual, igual a tal ponto de as ações se chamarem *equities*! Nada mais próximo de uma democracia representativa. Natural que nutríssemos uma aspiração quase idílica pelo parnaso da *corporation*³.

Sabíamos das disputas entre acionistas e executivos, que era onde se davam os conflitos de agenda

2 Ilustração clássica em nosso mercado de como a infraestrutura de governança pode eventualmente se submeter a desígnios específicos foi a Lei 9.457 de 1997 que suprimiu o direito de tag along com o objetivo precípuo de aumentar o valor do controle para o governo no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. Passada a temporada de privatizações, o instituto foi restabelecido em 2001, com a Lei 10.303 de reforma das S.A.

3 Pelo bem da precisão, quase tudo era igual, pois já havia uma parcela, ainda que pouco representativa, de companhias com duas classes de ações. Aspecto que vamos tratar com mais profundidade na Carta seguinte.

e os problemas de agência naquelas jurisdições. Ainda assim, à distância, nos pareciam infinitamente mais habitáveis do que o nosso confinamento sem janelas. Nossas aspirações não eram simples ideais distantes, mas vinham ancoradas por uma bibliografia robusta de estudos empíricos sérios. Os textos de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishy, literatura conhecida como *“Law and Finance”*, pautaram nossos entendimentos à época. Os trabalhos associavam claramente o padrão de desenvolvimento dos mercados de capitais à qualidade do sistema legal. Onde havia uma boa lei, com *enforcement* efetivo e um sistema de proteção vigoroso, os *valuations* eram mais elevados, havia liquidez e o mercado era mais saudável. Nestas situações, o capital era disperso. Ao contrário, onde a lei era ruim, a proteção fraca e o *enforcement* ausente, o mercado era atrofiado, os múltiplos tímidos e a liquidez baixa, características geralmente associadas à presença do controle definido. Nessa situação, não havia incentivos para a desagregação dos blocos de controle, já que os que assim procedessem, cairiam para o outro lado. Desprotegidos e ilíquidos se tornariam. Por construção, se os mercados mais atrasados quisessem progredir, deveriam mirar na reforma de seus sistemas regulatório-legais, onde a dispersão do capital surgiria como o principal sinal de sucesso da transição. Projetava-se, portanto, uma convergência dos regimes de propriedade do capital, na direção de uma maior descentralização, onde os mercados americano e britânico eram os maiores exemplos. Como eco destes entendimentos, dizíamos na altura: *“O grande avanço do mercado de capitais virá quando os controladores perceberem, livre ou compulsoriamente, que os benefícios privados do controle são menores do que os ganhos gerados pela redução do custo de capital de suas empresas. A partir deste momento, as companhias brasileiras caminharão na direção de estruturas democráticas de capital, ao invés de estruturas oligárquicas que ainda prevalecem no Brasil”* (Carta Dynamo 51, 3T2006).

Era este o contexto do nosso ativismo participativo nos anos 90. Com o tempo, começamos a ver uma CVM mais ativa e sensível aos problemas que levaram à atrofia do nosso mercado. Por meio de uma sucessão de boas instruções normativas, nosso órgão regulador começou a enquadrar abusos e fechar brechas, buscando promover maior equilíbrio

na arena de atuações. Logo, chegou o reforço da infantaria de outras autoridades disciplinadoras. Previc e BNDES definiram elementos de governança como critérios de alocação de recursos, orientando políticas de investimentos das Fundações e concessões de crédito do Banco. Já a então Bovespa promoveu o lançamento em 2000 do Novo Mercado, um marco fundamental, estabelecendo padrões diferenciados de listagens. No ano seguinte, veio a reforma da Lei das S.A. Em 2004, experimentamos o início de um ciclo auspicioso de ofertas públicas iniciais, com qualidade e vitalidade inéditas. Passamos a conviver com a realidade de um conjunto de companhias listadas no mais alto nível de governança da Bovespa sendo negociadas em múltiplos acima de seus *peers* dos mercados desenvolvidos. Livres do desconto histórico atribuído à desconfiança com o regime de proteção legal, as boas companhias passaram a capturar prêmios associados à oportunidade de crescimento diferenciado e/ou a um padrão competitivo mais benigno no país, com a presença não-infrequente de oligopólios dominantes.

Neste ambiente, as dúvidas que levavam ao apego pelo controle se diluem e em consequência a situação de dispersão do capital avançou. Assistimos então a uma safra de companhias vindo a público sem controle definido. É verdade que em muitos casos a insegurança dos empresários foi contemplada com a presença de um *poison pill* estatutário, denominados eufemicamente como *“mecanismos de proteção à dispersão da base acionária”*, algumas das quais praticamente irremovíveis, merecendo a credencial de *“cláusula pétrea”*⁴. Chegamos a alertar naquela altura (Carta Dynamo 53, 1T2007) que aqueles mecanismos de proteção, tal como foram desenhados, poderiam se transformar em algemas para os próprios empresários. De fato, mais à frente, alguns fundadores enfrentaram dificuldades para desfazer estas estruturas quando decidiram monetizar suas participações.

4 Neste caso, as chamadas *“cláusulas pétreas”* obrigam os acionistas que tenham votado em assembleia a favor de alteração ou supressão do *“mecanismo de proteção”* a realizar uma oferta nos mesmos termos. Ou seja, trata-se de uma proteção contra a modificação da cláusula de proteção.

Ainda assim, assistimos ao *début* das primeiras *corporations*. Observamos até esboços de tentativas de tomada de controle não solicitadas, como o caso da oferta da Sadia pela Perdigão, que acabou não indo adiante. Dedicamos uma carta inteira ao episódio (Carta Dynamo 51, 3T2006) tamanho o frisson entre os investidores em presenciar o mercado de controle corporativo funcionando na prática no país. E assim, terminávamos o texto com um elogio aos atributos da dispersão do capital:

“A situação de controle disperso no mercado desencadeia uma série de desdobramentos auspiciosos: as empresas passam a residir sob a vigilância diligente do mercado, sobem os níveis de exigência sobre o desempenho dos negócios, abre-se espaço para a iniciativa empresarial genuína, aumenta o conteúdo informativo do sistema de preços, facultam-se aos acionistas o exercício democrático de um direito essencial. Ou seja, sobrevém um certo aroma de capitalismo aggiornato. Resultado final: ganham todos os agentes e a economia como um todo” (Carta Dynamo 51).

De fato, com o tempo, passamos a conviver com maior proximidade da realidade do capital disperso. Outras ofertas não solicitadas surgiram, como a da Telefonica pela GVT, da Totvs pela Linx, da Gafisa pela Tecnisa, da Eneva pela AES Tietê, da Energisa pela Eletropaulo (essa atropelando o *poison pill* de 30%) e mais recentemente da Mubadala pela Burger King. Contudo, faltava ainda às nossas nobres aspirações enfrentar a auditoria da realidade. E infelizmente, encontramos de frente problemas e entraves que não conseguíamos enxergar à distância. Algumas companhias logo perceberam a dificuldade de reunir quórum mínimo para decisões assembleares. Os acionistas precisariam se reeducar no exercício ativo de suas vontades, despertando da letargia induzida pela garantia da presença do voto majoritário. Mas o pior, soubemos depois. Pela brecha da passividade dos acionistas, executivos e mesmo conselheiros ocuparam espaços desproporcionais, se tornando na prática verdadeiros controladores das *corporations* tropicalizadas. Nas companhias de capital disperso, é o conselho quem costuma submeter os nomes dos candidatos para serem eleitos pela assembleia. E ainda, quando disposto no estatuto, é o próprio

conselho de administração quem decide sobre o sistema de eleição. Ou seja, o atual conselho tem ampla latitude para emplacar sua própria sucessão. A eleição de membros que venham de fora deste ordenamento estratificado consiste na prática em uma quase-epopeia. Se o sistema for de chapa, é preciso montar uma chapa alternativa, o que é percebido como ameaça desestabilizadora e encontra enorme resistência. Se for de lista, a livre inclusão de nomes pode resultar em uma composição disfuncional, já que a agregação de candidatos dispersos dificilmente forma um colegiado. Como agravante, o sistema de lista pode acionar uma solicitação de eleição por voto múltiplo, derrubando todo o conselho, o que traz ainda mais incerteza ao desfecho do processo. Ou seja, sem a presença de um bloco coerente, torna-se muito custoso organizar com coesão a representatividade.

Diante dos entraves para romper esta engrenagem bem amarrada, observamos que eventualmente o sistema pode se deformar a fim de acomodar uma cumplicidade de vontades não necessariamente no melhor interesse da companhia. E assim, nesses casos particulares, o CEO/conselheiro indica nomes próximos para a composição do “seu” conselho, assegurando-lhes vantagens generosas. O emprego é bom demais para suscitar divergências ou mesmo questionamentos ao próprio benfeitor. Por sua vez, os conselheiros tendem a aprovar pacotes de remuneração igualmente exuberantes para a administração. Neste circuito fechado de benesses recíprocas, o acionista tem dificuldade de interferir. Praticamente nada pode fazer até a próxima assembleia geral que elege o conselho. E mesmo lá, precisa vencer a inércia dos investidores dispersos, o status quo das empresas de aconselhamento de votos dos investidores institucionais estrangeiros e a própria resistência interna dos incumbentes interessados.

Transpor essas barreiras configura desafio central para uma agenda de governança neste ambiente de capital disperso. Isto porque a adequada composição do conselho consiste em atributo fundamental deste órgão essencialmente colegiado. Diferentemente da diretoria, onde cada executivo pode ser designado para representar a companhia, o conselho é um instituto coletivo da administração, cujos membros só decidem quando reunidos. Isto

significa que a opinião isolada de cada conselheiro não tem qualquer eficácia deliberativa. O poder decisório reside no fundamento de que somente pode o órgão manifestar a sua vontade recorrendo à deliberação qualificada de seus membros reunidos, após discussão e voto. Sendo assim, na eleição do conselho deve-se pensar não apenas nas qualidades pessoais de seus integrantes, como formações, talentos e experiências, mas também considerar elementos de natureza interpessoais, como entrosamento, complementariedade e diversidade. Nossa experiência na Dynamo é que este cuidado consiste em elemento determinante para o bom desempenho do conselho, tanto como guardião dos valores/cultura da companhia, quanto como formulador das orientações estratégicas. Daí que diante de uma realidade de eleição difusa e de um processo de composição do conselho fragmentado os riscos de resultados disfuncionais com repercussões graves para a companhia se tornam elevados.

Quaisquer que sejam as resistências, é nosso papel encontrar caminhos por onde exercer o atributo fundamental da gestão participativa, sob a premissa de que se trata de uma importante ferramenta de criação de valor para as companhias e, em decorrência, para os nossos investidores. Desta forma, já vamos acumulando uma coleção de casos e aprendizados também neste labirinto mais recente da governança em regime de propriedade de capital disperso. Ainda assim, com o acúmulo de vivências nos dois ambientes, entre o dissabor do controle no passado e o desencanto mais recente com a *corporation*, precisamos atualizar nossos entendimentos, à luz das nossas experiências e com ajuda da literatura específica, a fim de sintetizar uma linha de ação que aumente ainda mais a potência do nosso engajamento construtivo.

Vejamos primeiramente o ambiente do capital disperso. Há uma vasta literatura que busca explicar as razões que levaram os Estados Unidos ao regime de propriedade pulverizada. São diversos autores e linhas de argumentação complementares sobre os determinantes históricos da dispersão no mercado americano, que nós tentamos sintetizar nas Cartas Dynamo 52 e 53 (4T2006 e 1T2007). Entre os quais destacamos: elementos endógenos aos imperativos de crescimento das companhias (A. Chandler), fatores

políticos influenciando a produção legislativa (M. Roe), a onda de fusões (“crazy combinations”) que se propagou no início do século XX (B. Cheffins), abertura do comércio e disputa por acesso a recursos competitivos (R. Rajan & L. Zingales), estratégia dos executivos em diluir acionistas controladores (M. O’ Sullivan), profundidade do regime de proteção legal oferecendo segurança jurídica para o desfazimento dos blocos de controle (La Porta et. al), presença dos mecanismos autorregulatórios (Coffee) e por fim também mencionamos o aspecto tributário, o importante e pouco lembrado papel do imposto sobre heranças nas decisões de planejamento sucessório nos Estados Unidos.

E assim, tentamos sintetizar uma longa jornada no seguinte parágrafo:

A separação entre propriedade das ações e controle dos negócios desempenhou um papel fundamental para permitir o crescimento das grandes empresas americanas para além daqueles projetos familiares originais. No caminho, o capital se pulveriza, a gestão se terceiriza. Como contrapartida da perda de controle, a liquidez e a capacidade de transferência imediata da propriedade a custos reduzidos. Grande parte do desenvolvimento de tecnologia e sistemas do mercado americano visou aprimorar a capacidade de transferência das ações. Até os anos 50, eram necessários ao menos cinco documentos e um certo ritual para conseguir vender uma ação. Esta universalização na capacidade de transferir ações entre proprietários mudou a paisagem da estrutura de controle corporativo, tendo sido um dos elementos importantes para viabilizar a dispersão do controle acionário. Antes, o acionista se via na obrigação de participar da orientação dos negócios como forma de monitorar seus investimentos – provavelmente parte importante de sua riqueza. Agora, com a opção de ‘saída’ disponível no mercado pode terceirizar as tarefas de gestão em cada negócio e diversificar seu portfólio de investimentos com garantia de liquidez imediata. A liquidez converteu o risco de proprietários de longo prazo em risco de investidores de curto prazo. Com a perda de capacidade de influenciar as decisões empresariais e o aumento exponencial da liquidez, a venda das ações foi perigosamente transformando-se na única alternativa para os acionistas (Carta Dynamo 53).

A construção de um sistema de governança visa precisamente produzir alternativa à simples venda das ações. As tensões permanentes entre propriedade e controle se estabelecem no centro das discussões de governança. Ao preferirem liquidez e diversificação, os acionistas se tornam reféns de um problema de ação coletiva, acabam se acomodando e abrem espaço para os executivos atuarem com maior autonomia. Os executivos avançam, se encastelam e eventualmente capturam fatia desproporcionalmente maior de um resultado corporativo de pior qualidade. Os acionistas despertam, se tornam mais “ativos”, tentam recuperar a agenda e enquadrar os executivos. E assim tem sido a alternância histórica de forças na queda de braço entre os agentes. As décadas de 60 e 70 nos Estados Unidos foram denominadas de “capitalismo gerencial”, período dos “executivos fortes, acionistas fracos”, marcado pela expansão dos conglomerados. Em resposta, sucedeu-se a onda de *takeovers* hostis nos anos 80, quando os acionistas tentaram recuperar o manche, ‘disciplinando’ a administração via mercado de capitais. A partir de então, os executivos cuidaram de se proteger, desenvolvendo um arsenal de provisões *antitakeovers*. Os acionistas reagiram novamente e aumentaram a frequência de intervenções “ativistas”. Como reflexo, executivos passaram a pregar a necessidade de uma visão mais “pluralista” na sociedade, incorporando interesses de todos os *stakeholders*, tentando diluir o monopólio incômodo de vigilância dos acionistas. Não por acaso o *Business Roundtable*, conhecido representante dos interesses dos executivos, apoia com tamanha intensidade uma nova versão do *stakeholderism*, que acompanha um espectro da narrativa recente do fenômeno ESG.

A fim de preservar algum grau de poder sobre suas participações e de monitoramento sobre os executivos, os acionistas nos Estados Unidos concentraram a agenda de governança em dois dispositivos principais: (i) assegurar que o mercado de controle corporativo possa funcionar de fato e sem entraves; (ii) instituir a figura do conselheiro independente, com o intuito de evitar a captura da principal instância de decisão estratégica da companhia pelos executivos. Hoje já se sabe que estas duas “técnicas” apresentam problemas. O *takeover* é um artifício com limitações: necessita de um prêmio razoável, elevando o custo de transação, o que o torna viável apenas para as

grandes companhias. Além disso, se mostra mais adequado para determinados alvos, como os conglomerados ineficientes, e não tanto para outros, como os negócios nichados onde se torna mais difícil encontrar conhecimento especializado de qualidade, ao alcance do ofertante. Já o instituto do conselheiro independente também enfrenta dificuldades e sofre de um problema congênito de incentivos: o intuito de remunerá-lo de forma a assegurar o máximo de dedicação desejada, no limite exclusiva, por definição colide com o conceito de independência.

Preocupação central advinda da dispersão do capital é a dissolução da “mentalidade de dono”. Em nossa experiência aqui na Dynamo, trata-se de um atributo que consideramos fundamental para o sucesso e longevidade das companhias. Mentalidade de dono é ter a “pele em jogo”. Atitude de quem “veste a camisa”, “não perde bolas divididas”, “briga pelos centavos”, “vai até a última milha”, de quem pensa primeiro no protagonismo da empresa e não exclusivamente na própria carreira, assume riscos ao invés de buscar conforto/proteção, prefere explorar projetos a simplesmente cumprir tarefas. Por desenho, é mais difícil que conselheiros profissionais superem acionistas em firmar este tipo de disposição e comprometimento. Não por acaso, no esquema analítico da

Dynamo Cougar x Ibovespa Desempenho em R\$ até agosto de 2022

Período	Dynamo Cougar*	Ibovespa
60 meses	63,2%	54,6%
36 meses	8,4%	8,3%
24 meses	-16,0%	10,2%
12 meses	-30,1%	-7,8%
No ano (2022)	-13,3%	4,5%

Valor da cota em 31/08/2022 = **R\$ 1.202,958558800**

(*) Os índices são apresentados para mera referência econômica e não constituem meta ou parâmetro de performance do Fundo.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%
2021	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%

2022	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	6,0%	6,0%	11,4%	11,4%
FEV	2,9%	9,0%	5,2%	17,2%
MAR	14,2%	24,5%	15,1%	34,8%
ABR	-16,9%	3,4%	-13,4%	16,7%
MAI	2,1%	5,6%	7,4%	25,4%
JUN	-19,9%	-15,4%	-20,1%	0,2%
JUL	6,5%	10,0%	5,7%	5,9%
AGO	3,7%	-6,6%	6,4%	12,6%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 6.185,9 milhões

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a impostos e ajuste de taxa de performance, se houver. O Dynamo Cougar é destinado a investidores qualificados e está, atualmente, fechado para captação. (**) Ibovespa Fechamento.

teoria de agência, tal qual executivos, os conselheiros também são considerados agentes, e não principais.

Quando parte relevante do patrimônio pessoal/familiar ou do portfólio de investimentos está envolvido, a “mentalidade de dono” emerge com mais naturalidade. Contudo, ela não se localiza ou gravita em torno de um percentual de participação pré-determinado. Em alguns casos, ainda que com parcela reduzida do capital, acionistas com boa reputação conseguem imantar apoio dos demais, transformando-se em “acionistas de referência”. É o que buscamos encontrar nas companhias de capital disperso.

Resumindo, a dispersão do capital trouxe inequivocamente os desejados benefícios de liquidez e diversificação, além de oferecer uma valiosa alternativa ao arbítrio do controle mal exercido. Por outro lado, também incorreu em custos e *trade offs*. Alguns deles reconhecidos aqui: (i) as engrenagens para o exercício de uma boa governança não são tão fluídas como se supunha; (ii) os dispositivos de “mercado” – *takeover* e conselheiro independente – pensados para monitorar os executivos mostram alcance limitado; (iii) arrisca-se deixar pelo caminho o ingrediente fundamental da mentalidade do dono.

Respeitando o limite autoimposto de tempo a ser subtraído dos nossos leitores, interrompemos aqui essa primeira parte. Na Carta seguinte, retomamos o texto tratando do regime de capital concentrado.

Rio de Janeiro, 30 de setembro de 2022.

Para mais informações sobre a Dynamo, sobre o Dynamo Cougar ou para comparar a performance do Fundo com diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. A Dynamo não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Fax: (21) 2512-5720