

## Takeover – My cup of Tea

No momento em que a realidade do controle disperso avança no país, crescem as chances de termos por aqui um efetivo mercado de controle corporativo. Como sugestão de roteiro para investigar o tema das ofertas não solicitadas, optamos por analisar a experiência comparada dos mercados mais ‘desenvolvidos’. Na Carta anterior, dedicamos a maior parte do tempo tentando explicar uma evidência contra-intuitiva: nos Estados Unidos, onde mercado de capitais é sofisticado, líquido, transparente e oferece boa proteção aos investidores, no tema dos *takeovers*, as decisões regulatórias claramente tomam uma orientação pró *management*.

Vimos que ingredientes diversos e interligados se conectam para explicar este enigma intrigante. Uma realidade institucional particular, híbrida, combinando elementos dos sistemas de lei comum e civil, além de fatores de natureza política permitiram que determinados atores – executivos das companhias e autoridades estaduais – dominassem a agenda de regulação das transações de controle naquele país.

A idéia agora é atravessar o Atlântico e investigar outra referência, a Inglaterra. Diferente dos Estados Unidos, o modelo inglês apresenta contornos mais amigáveis aos acionistas, de forma que não precisaremos replicar a tarefa anterior de buscar as razões para a ‘anomalia’ pró *management* americana. Neste caso, preferimos dedicar tempo para descrever a estrutura do *Takeover Panel*. Ao final, de posse da experiência comparada destes dois países, transferimos a discussão para o Brasil, analisando criticamente as nossas possibilidades.

### O Panel

No tema da regulação de *takeovers*, a realidade inglesa difere bastante da americana. Na *City*, vigoram as regras de neutralidade do conselho e de oferta compulsória. Na primeira, os executivos ficam impedidos de estabelecer quaisquer mecanismos de defesa sem prévia autorização dos acionistas. *Poison pills* são estritamente proibidas, assim como qualquer outro dispositivo que constranja os acionistas de decidirem sobre os destinos da oferta. Através da segunda, os compradores são obrigados a fazer uma oferta compulsória para todos os demais acionistas, caso atinjam o patamar de 30% de participação. Uma protege os acionistas contra uma agenda desalinhada dos executivos, outra garante aos

acionistas um tratamento rigorosamente equitativo nas aquisições de controle.

A exemplo dos Estados Unidos, a história dos *takeovers* hostis na Inglaterra remonta aos anos 50. A primeira iniciativa de regulação surgiu no final desta década, quando o *Bank of England* (BE) constituiu um comitê composto por um grupo de participantes do mercado (bancos comerciais, investidores institucionais, Bolsa de Londres) para conceber um código de conduta para regular as ofertas. Curiosamente, a iniciativa parece que foi estimulada, ao menos em parte, pelo temor de que se nada fosse feito, o assunto poderia ser encampado pelos legisladores, pois começava a rondar a agenda do Partido dos Trabalhadores (cfr *Armour*, 2006). Ou seja, um modelo de autorregulação, mas não genuinamente espontâneo, tipicamente auto-organizado, mas com uma motivação externa na origem.

No outono de 1959, o comitê do BE divulgou as regras gerais do documento (*Notes on Amalgamation of British Business*) manifestando uma preocupação primária com a “salvaguarda dos interesses dos acionistas”, sugerindo, entre outras medidas, que a decisão de venda numa oferta deveria ficar a exclusivo critério destes *stakeholders*. Estabelecia-se então o princípio da primazia do acionista e o fundamento da neutralidade do conselho.

O *Takeover Panel* (*Panel* ou *Painel*) londrino foi inaugurado em 1968, no mesmo ano do *Williams Act* americano, e logo se consolidaria como principal órgão regulador das transações envolvendo troca de controle e reorganização societária. O *Panel* reforçava o tom pró-acionista do documento anterior, sendo mais abrangente e específico, estabelecendo, por exemplo, o amplo banimento de iniciativas que pudessem frustrar as ofertas. A regra da oferta mandatória surgiu logo após em 1972, impondo um limite de 40% para acionar a aquisição compulsória da participação dos demais acionistas. Este limite seria reduzido para 30% em 1974 e não mais alterado desde então.

O *Takeover Panel* é um órgão privado, não-estatutário, independente do governo, fundado com recursos próprios que regula a conduta dos *takeovers*, fusões e outras transações envolvendo troca de controle. O *Painel* não entra no mérito de temas comerciais e financeiros, nem considera questões de interesse público, como concentração de mercado ou direito dos consumidores.

Na época da sua criação, o mercado de fusões e aquisições inglês vivia “numa espécie de bagunça” e as regras de proteção

aos acionistas minoritários nestas ofertas, bem como a responsabilidade dos executivos, eram precárias. Fisicamente, o Painel fica no prédio da Bolsa de Londres (LSE). Seus membros são representantes da própria LSE, do BE, dos grandes bancos comerciais, de investidores institucionais e de integrantes do mundo empresarial. Em tese, os principais atores que têm interesses no mercado de controle corporativo estão representados no Painel.

A estrutura do Painel é formada basicamente pelo Comitê de Audiência (*Hearings Committee*), pelo Comitê do Código (*Code Committee*) e pelo Painel Executivo (*The Panel Executive*). O Painel Executivo é responsável pelo dia a dia da regulação propriamente dita, pela supervisão e investigação das partes envolvidas e pela interpretação e aplicação das regras do *Takeover Code* (Código). Seus membros ficam disponíveis para consultas e para darem orientações antes, durante e depois das transações. O Comitê de Audiência, além de revisar as orientações do Painel Executivo, também acompanha os procedimentos disciplinares emitidos pelo Executivo quando este considera que alguma regra do Código foi violada. Finalmente, o Comitê do Código é responsável pela função legislativa, basicamente propondo e implementando eventuais atualizações no Código.

O objetivo do Código é o de assegurar que os acionistas sejam tratados de forma justa (e igualitária, se forem da mesma classe de ação) e que não lhes seja negada a possibilidade de decidirem sobre os méritos da oferta. O Código oferece uma estrutura ordenada, através da qual os *takeovers* possam ser conduzidos. É baseado em princípios gerais, em regras não exaustivas, admite flexibilidade (*waivers*) e foi redigido em linguagem não-técnica. Ao longo dos seus quarenta anos, o Código passou por poucas mudanças, ao mesmo tempo em que serviu para regular com eficácia um ambiente complexo, inovador e em profunda transformação.

A quebra do Código sujeita o infrator à censura pública e privada do Painel. Este constrangimento reputacional tem sido suficiente para que os participantes respeitem as diretrizes do Painel. Em apenas duas ocasiões na história recente (1992 e 2010), o Painel usou a prerrogativa do *'cold shoulder'*, uma espécie de declaração pública de banimento, proibindo quaisquer outros participantes de atuarem em favor destes indivíduos, que se recusaram em aderir às regras do Painel. Ao longo deste período, não houve necessidade de sanções adicionais. Em 2006, quando o Painel revisou o Código, motivado pela implementação da Diretiva de *Takeover* Européia, o governo inglês sugeriu outras sanções, inclusive pecuniárias, as quais foram rejeitas pelo Painel. Não obstante, desde então o Painel ganhou novos poderes, como, por exemplo, o de obter das cortes o *enforcement* para o cumprimento das suas regras, de impor um pagamento como compensação aos investidores quando suas regras são violadas e de invocar poderes estatutários quando apropriado.

As violações das regras têm sido muito raras. Talvez a principal explicação para este fato seja pela prática dos participantes de consultar previamente os membros do Executivo, que

ficam *full time* à disposição. Esta interação em tempo contínuo evita desvios de conduta que poderiam gerar efeitos retroativos e consertos que retardam o processo. Assim, as decisões e respostas do Executivo costumam ser céleres e as transações avançam no ritmo compatível com as necessidades dos negócios.

Estão previstas possibilidades de moção de apelo das recomendações e decisões do Executivo. Os participantes podem apelar para o Comitê Audiência e, numa instância superior, para o Conselho de Apelo (*Takeover Appeal Board*), um órgão independente do Painel, cujo *chairman* é nomeado pelo *Master of the Rolls*<sup>1</sup>. As apelações também têm sido muito pouco frequentes. Na última década, o Painel registrou dez apelações para o Comitê de Audiência e apenas uma para o Conselho de Apelo. As decisões do Conselho são sujeitas à revisão judicial. Ao longo da história, ocorreram quatro revisões judiciais, a última em 1992. Em todas elas, as cortes preferiram não interferir nas decisões do Painel (cfr. Pullinger 2009).

## UK x US

---

Um elemento importante, que ajuda a explicar as diferenças entre os regimes americano e inglês, foi o papel desempenhado pelos investidores institucionais. Como vimos na Carta anterior, a história do mercado de capitais americano no último século mostra uma disposição freqüente dos políticos em intervir, com o intuito de manter a estrutura de capital dispersa, evitando que as grandes instituições ganhassem porte e relevância na agenda de governança. Apenas nos anos 90, quando a doutrina de Delaware já estava consolidada, é que os investidores institucionais apareceram como atores relevantes na disputa de forças da governança das empresas. Este ímpeto populista por trás da legislação que impôs severas restrições à atuação destes investidores produziu conseqüências não-intencionais de garantir uma autonomia considerável aos executivos, em detrimento do controle dos acionistas.

Na Inglaterra, a história adquire feições opostas. Os investidores institucionais estiveram presentes e atuantes desde o início. Aqui, novamente, conseqüências não-intencionais de medidas legislativas agiram, como por exemplo, os elevados impostos sobre renda de aplicações individuais e os alívios fiscais sobre esquemas de investimentos coletivos, entre os quais tributação zero para os dividendos recebidos pelos fundos de pensão e alíquotas menores para as companhias seguradoras.

Com uma agenda de participação ativa, estes investidores institucionais passaram a influir na confecção nas regras e na formatação das instituições do mercado de capitais inglês. O Código do *Takeover* é um exemplo típico. Como os interesses dos investidores institucionais convergem com a agenda de maximização de valor dos acionistas, não é surpreendente que

---

<sup>1</sup> *Master of the Rolls* é o segundo juiz mais sênior da Inglaterra, depois do *Lord Chief Justice*. O primeiro registro deste cargo data de 1286.

a orientação da regulamentação na City tenha tomado feições pró-acionistas e que esta tendência tenha coincidido com a crescente participação destes investidores no quadro acionário das companhias.

Numa análise comparada, o modelo inglês apresenta vantagens sobre o americano. Primeiro, pela agilidade. O Panel endereça as questões em tempo real, respondendo prontamente às solicitações. Desde o recebimento da oferta até a conclusão final da transação, em média, na Inglaterra transcorrem 90 dias. Trinta dias do recebimento até o anúncio de publicação e mais sessenta da publicação até o resultado final. As cortes de Delaware também costumam ser bastante ágeis em suas decisões, após as partes terem completado a apresentação de seus argumentos. Delaware é um fórum extremamente especializado, reconhecido pela sua competência técnica. Acontece que o ritual do processo formal tem que respeitar os prazos legais, o que acaba alongando bastante o tempo total da transação. Além disso, o recurso ao litígio é uma tática defensiva frequentemente empregada pelos conselhos de administração das companhias alvo. Uma transação típica de M&A nos Estados Unidos costuma demorar cerca de cinco meses para ser concluída. Nas aquisições hostis, o prazo ainda é maior.

Outra vantagem do Panel é sua flexibilidade. Uma das funções do braço Executivo do Painel é manter uma contínua interação com as partes envolvidas, ajustando as exigências regulatórias às particularidades dos agentes e às necessidades dos negócios. Por sua vez, estes ajustes servem de inputs para o Comitê do Código atualizar as provisões do documento, refletindo prontamente as mudanças do ambiente de mercado. O regime regulatório inglês é, portanto, mais dinâmico e pró-ativo. De forma oposta, nos Estados Unidos, o modelo caracteriza-se essencialmente pela reatividade: as interações na prática dos negócios levam ao litígio e, a partir daí, as cortes se pronunciam orientando o comportamento aceitável para os agentes envolvidos.

O modelo inglês também é mais econômico. O litígio é uma forma cara de resolver disputas e, nos Estados Unidos, cerca de um terço das ofertas hostis acabam na justiça. Na Inglaterra, boa parte das questões regulatórias se resolve através de contato telefônico com o staff do Painel, cujas operações são fundeadas por uma taxa módica cobrada dos participantes.

No perfil dos agentes envolvidos, também encontramos outra diferença substancial. Os membros do Painel geralmente procedem das instituições associadas. São especialistas em finanças ou profissionais oriundos de empresas. Têm conhecimento técnico e são familiares ao mundo dos negócios. Já no modelo americano, embora as cortes de Delaware sejam também bastante especializadas, quem decide no assunto dos takeovers são os advogados e os juízes. Enquanto o Painel se preocupa mais com a substância do que com a forma, a agenda nos Estados Unidos é dominada por uma mentalidade mais legalista, processual.

Um exemplo ilustra as diferenças de processos entre os dois regimes. A questão do uso de derivativos em tentativas de aquisição do controle surgiu mais um menos na mesma época nos dois países. Os chamados 'contratos por diferenças' na Inglaterra ou 'equity swaps' nos Estados Unidos passaram a ser utilizados por alguns investidores como instrumento para acumular interesse econômico nas companhias, sem aparecer como efetivos acionistas ('beneficial owners'), contornando assim a obrigação de informar suas participações.

Em janeiro de 2005, o Painel iniciou uma consulta pública para receber propostas dos agentes sobre o tema "Negociações com Derivativos e Opções". Apenas quinze meses depois, em abril de 2006, após três consultas e inúmeras sugestões, o Comitê de Código do Painel emitiu um documento final, atualizando as regras de disclosure para que fossem incluídas as posições em derivativos, fechando a brecha das 'participações escondidas'. A provisão estatutária chegou mais tarde. A audiência pública promovida pela FSA (CVM inglesa) foi instalada em novembro de 2007 e em julho de 2009, a autoridade inglesa regulou a questão.

Nos Estados Unidos, o tema ganhou notoriedade no final de 2004 na oferta da Mylan Laboratories pela King Pharmaceuticals<sup>2</sup>. Mas o assunto só chegou às cortes em 2008, no caso CSX x TCI. Ao longo de 2006 e de 2007, o hedge fund inglês TCI e a companhia de investimentos 3G Partners (fundos), adquiriram ações da CSX, empresa de transporte ferroviário, de forma direta e através de swap de ações com cinco diferentes bancos de investimento. Quando os fundos anunciaram sua intenção de lançar uma solicitação de proxy visando eleger membros do conselho de administração, a CSX levou o caso à corte do Distrito de Nova York, em março de 2008. Pouco depois, a Corte de Distrital emitiu decisão concluindo que os fundos teriam violado as regras de transparência da SEC (CVM americana), que exigem notificação de acionistas com posição superior a 5%, mas não desautorizou o poder de voto das ações detidas pelos fundos. Acontece que logo a seguir a própria SEC emitiu uma *amicus letter* favorável aos fundos, afirmando que os equity swaps não necessariamente acionavam as obrigações de disclosure. Como a Corte havia solicitado que o legislador se pronunciasse formalmente sobre o assunto, o caso ainda ficou pendente. Apenas em março de 2011, a SEC comunicou que estaria recolhendo sugestões para alterar as exigências de divulgação dos swaps (release n. 34-64087). Neste ínterim, corria o recurso dos fundos na Corte Federal. Três anos se passaram e, em julho de 2011, a Corte de Apelo finalmente se pronunciou. O juiz do caso encontrou várias

2 Com o anúncio da operação, as ações da King se apreciaram, as da Mylan caíram. O hedge fund Perry Corp, que detinha um investimento na King (companhia objeto), adquiriu uma participação de 9,99% da Mylan (ofertante) hedgeando a posição no mercado. Com isso, o fundo atingiu seu objetivo de influir na operação. De fato, o Perry Corp passou a ser o maior acionista da companhia, detendo quase 10% dos direitos políticos, e zero dos direitos econômicos. Como maior votante, o fundo tinha interesse conflitante ao da companhia (ofertante), já que detinha uma exposição líquida na companhia-alvo. Ou seja, quanto maior o preço a ser pago pela Mylan na aquisição da King, melhor para o fundo.

“falhas” na argumentação da Corte Distrital, reconheceu que o assunto gerou “desacordo” entre os membros do painel e que sendo assim, não tinha condições de emitir uma decisão final, necessitando “de mais evidências”. Ou seja, anos passaram-se e o assunto dos derivativos (*equity swaps*) ainda não recebeu um tratamento regulatório definitivo nos Estados Unidos, nem junto à SEC, nem nas cortes.

Assim, pelo tudo que vimos, no caso das ofertas de controle, o modelo americano concede maior poder de defesa aos executivos, enquanto que o inglês oferece a decisão final aos acionistas. Nos Estados Unidos, o processo decisório fica a cargo do Congresso e das cortes estaduais/distritais. Na Inglaterra, num arranjo de autoregulação, é o Painel quem decide. Embora não se possa dizer *ex ante* que um modelo seja superior ao outro, o regime inglês parece ser mais rápido, menos custoso e mais proativo. Mais adequado, portanto, às exigências de um ambiente de negócios dinâmico.

Ainda assim, não imune às críticas. Após a aquisição da tradicional Cadbury, uma das marcas inglesas mais admiradas, pela americana Kraft Foods em janeiro de 2010, o Painel sofreu duras repreensões da opinião pública britânica. Segundo esses críticos, as regras do *Panel* não ofereceram instrumentos adequados para uma defesa razoável. Além disso, o *Panel* mostrou-se incapaz de reagir quando a Kraft posteriormente desativou a planta de Somerdale, quebrando a promessa ‘de campanha’ durante a oferta de não destruir empregos no país.

A resposta, uma vez mais, veio rápida. Ainda em julho de 2010, após abrir consulta pública e analisar as sugestões dos participantes, o Comitê do Código reconheceu que os “ofertantes teriam, em tempos mais recentes, obtido vantagens táticas sobre as companhias ofertadas, em detrimento às próprias companhias ofertadas e seus acionistas”. Apenas um ano após o veredito, em julho de 2011, o Comitê anunciava o novo texto do Código, com as emendas atualizadas. Entre eles, por exemplo, a redução do tempo em aberto das ofertas de oito semanas para 28 dias, impondo maior compromisso e celeridade aos ofertantes<sup>3</sup>.

## No Brasil

Com esta orientação mais pró-acionista, seria razoável concluir que o regime inglês se apresenta como uma referência natural para países que transitam na direção de uma estrutura de controle mais disperso, como é caso no Brasil.

De fato, alguns participantes do mercado local iniciaram um esforço conjunto para criar as bases de um Comitê de Fusões e Aquisições (CFA ou Comitê), nos moldes do *Panel*. Ou seja, um órgão privado, de autorregulação voluntária, composto por participantes do mercado, estabelecendo princípios e regras (Código) aplicáveis às operações a serem analisadas no âmbito das atribuições do Comitê<sup>4</sup>. Assim como no modelo inglês, a premissa basilar do Comitê estabelece que a decisão final sobre o destino das transações cabe exclusivamente aos acionistas, não permitindo à administração da companhia tomar qualquer iniciativa que venha frustrar a soberania da sentença dos acionistas.

A proposta do CFA supõe algumas adaptações à nossa realidade, pois já contamos com uma agência governamental (a CVM), responsável pela normatização das operações de reorganização societária e troca de controle. Neste caso, a atuação do CFA deveria ser complementar às atribuições da autarquia, “estabelecendo princípios, regras e padrões de conduta **adicionais** aos que já decorrem da lei e da ação da CVM”<sup>5</sup>.

A experiência inglesa pode prover algum *insight* também para este modelo híbrido. Desde 2006, a partir da implementação da Diretiva da União Européia, a Inglaterra convive com uma dualidade institucional. Uma estatutária, a Diretiva, outra autorregulatória, o Painel. Na prática, a Diretiva simplesmente endossou as regras do Código. A princípio, temia-se que a inclusão de regras estatutárias pudesse incentivar o surgimento dos litígios táticos, o que não ocorreu. Com a Diretiva, o Painel ganhou força legal, sem perder o controle da regulação, nem seus atributos distintivos: velocidade, flexibilidade e assertividade nas decisões.

É bem verdade que a ordem dos fatores vem trocada. Na Inglaterra, já era longa a experiência de autorregulação quando a norma estatutária chegou. Aqui, o padrão institucional é o regimento legal, e agora cogita-se o complemento da prática de autorregulação privada. Lá, questionou-se se a mudança estimularia uma cultura indesejável de litigação, aqui, a dúvida é se as decisões do CAF seriam suficientes (*enforceables*) para não provocar contestações na justiça.

Em tese, para que o regime de autorregulação funcione bem, os participantes devem se fazer representar, reunidos sob uma mesma identidade reputacional. A proximidade geográfica também ajuda. Já foi dito que uma das razões para o sucesso do modelo de autorregulação inglês se deve ao fato de que todos os principais agentes do mercado estarem fisicamente muito próximos uns dos outros, ao redor do antigo centro de negócios londrino (crf. Armour 2006). Neste sentido, a realidade de um mercado de capitais mais desregulado e aberto a partir

3 No regime inglês, a partir do momento em que a oferta é colocada, ao conselho de administração da companhia objeto não é mais permitido tomar nenhuma medida defensiva. Neste caso, a ofertante tem caminho livre para tratar diretamente com os acionistas da cia objeto. Ao encurtar o prazo da oferta, o *Panel* entendeu que estaria diminuindo o tempo de manobra da ofertante, trazendo maior equilíbrio à disputa.

4 Já temos uma experiência bem sucedida de autorregulação no setor financeiro, cujas bases foram lançadas em 1991 através do Código de Ética da ANDIMA que desde então orienta a conduta de suas instituições associadas.

5 Eizirik, N., *at alli* (2010), *Proposta de criação do CAF, submetida à BM&Bovespa. Grifo no original.*

dos anos 90 vem questionando esta harmonia paroquial. Novos arranjos institucionais e/ou novos atores com estratégias diversas e por vezes rivais podem ameaçar o equilíbrio de interesses do “clube” dos incumbentes. Como exemplo, a presença crescente de fundos com posições *short*, cujos interesses em determinados momentos podem ser contrários ao bom desempenho das ações e do mercado em geral. Outro exemplo típico de mudanças num ambiente de autorregulação é o fenômeno da desmutualização das Bolsas de Valores, no sentido em que inaugura uma discussão sobre o potencial conflito entre os interesses comerciais e os deveres de auto-regulação das Bolsas. Não por menos, a própria CVM encarregou-se de endereçar este assunto através da instrução n. 461, onde são instituídos diversos dispositivos de governança (Conselho e Departamento de Autoregulação, maioria obrigatória de membros independentes no conselho de administração) a fim de assegurar que a nova realidade da estrutura acionária da Bovespa não prejudique “o bom funcionamento dos mercados”.

A experiência externa ensina que o regime de autorregulação mostra-se eficiente para lidar com comportamentos isolados que destoam das normas de conduta estabelecidas. O sistema é próprio para identificar e repelir práticas estranhas, desenvolvendo mecanismos autoimunes eficazes. Contudo, quando o mercado coletivamente adquire hábitos ruins, o modelo de autorregulação tem dificuldade para corrigir o desvio. Por exemplo, no início dos anos 90, o mercado inglês adotou práticas de vendas de planos de pensão para pessoas físicas que claramente eram contrárias às regras vigentes. A FSA teve que intervir impondo compensações que chegaram a £11 bilhões, atingindo quase dois milhões de investidores. O sistema de autorregulação mostrou-se incapaz de endereçar o assunto (cfr. Davies, 2004).

Decorrência natural da tendência à dispersão acionária, deveríamos esperar por aqui uma maior frequência de ofertas de aquisição de controle. Neste ambiente, o tema da regulação destas ofertas surge atual. Ao longo destas duas Cartas, investigamos os dois mercados de maior atividade de *takeovers*. O americano, muito particular, equilibra-se sobre um modelo híbrido, de lei civil/lei comum, onde o mandato regulatório da agência federal convive com a jurisprudência das decisões das cortes estaduais. O resultado é um legalismo que alonga o prazo das transações e uma tendência de decisões pró executivos, que contrasta com a recomendação dos manuais de melhores práticas de governança corporativa.

Já o modelo inglês surge interessante pelas virtudes conhecidas da autorregulação: agilidade, flexibilidade e precisão. Acontece que, para o seu bom funcionamento, necessita de algumas pré-condições cada vez mais difíceis de se alinharem no mundo atual: proximidade física, ampla representatividade e

convergência de interesses entre principais participantes do mercado. Além disso, a autorregulação mostra-se insuficiente para lidar com desvios de conduta coletiva ou com externalidades que transcendem o foco de interesses específicos dos participantes. Por estas limitações, na própria Inglaterra o regime de autorregulação vê-se hoje acompanhado da previsão estatutária, dos dispositivos legais.

O sucesso do regime de autorregulação depende de uma efetiva capacidade de *enforcement*, via constrangimento reputacional. Caso contrário, o regime perde credibilidade e logo surgem problemas típicos de *free rider* (carona) e seleção adversa. No Brasil, onde já temos a tradição de um órgão regulador federal atuante, a iniciativa de um instituto privado com atribuições complementares parece conceitualmente interessante. Na prática, é preciso assegurar-se de que estas pré-condições mencionadas acima estejam presentes desde o início.

Antes de finalizarmos, um lembrete. Mesmo que o escopo de trabalho do CAF se estenda para além das ofertas não solicitadas, seria um despropósito prescindir de um efetivo mercado de controle corporativo no país, no momento em que as companhias caminham para o regime de capital disperso. Para tanto, seria oportuno revisitarmos o tema das “cláusulas de proteção contra dispersão da base acionária”, nossas *poison pills* tropicalizadas. A pulverização do capital sem efetiva dispersão de controle é inócua. Na verdade, um retrocesso, uma volta de 360°. Capital disperso *cum* controle definido traz de volta as indesejáveis e perversas estruturas piramidais do ‘antigo’ regime ON/PN, precisamente uma das deformações que o Novo Mercado pretendeu abolir.

Rio de Janeiro, 17 de janeiro de 2011

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até dezembro de 2011

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	120,9%	35,2%	27,4%
36 meses	139,4%	56,9%	51,0%
24 meses	31,9%	-8,9%	-16,9%
12 meses	7,6%	-11,6%	-18,3%
No ano	7,6%	-11,6%	-18,3%

Valor da cota em 30/12/2011 = R\$ 324,708924733

# DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	9,1%	9,1%	11,1%	11,1%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	58,6%	76,2%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-13,5%	52,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	133,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,4%	213,8%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,4%	93,3%
1999	104,6%	1.001,2%	116,5%	184,7%	69,5%	227,6%
2000	3,0%	1.034,5%	-2,6%	177,2%	-18,1%	168,3%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-24,0%	104,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-46,0%	10,1%
2003	93,9%	1.798,5%	145,2%	369,9%	141,0%	165,4%
2004	64,4%	3.020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	240,2%
2005	41,2%	4.305,5%	30,8%	790,7%	44,1%	390,2%
2006	49,8%	6.498,3%	43,2%	1.175,8%	46,4%	617,7%
2007	59,7%	10.436,6%	68,4%	2.048,7%	73,4%	1.144,6%
2008	-47,1%	5.470,1%	-50,1%	973,3%	-55,5%	453,7%
2009	143,7%	13.472,6%	151,9%	2.603,3%	144,0%	1.250,7%
2010	28,1%	17.282,0%	15,2%	3.013,2%	6,2%	1.334,5%
2011	-4,4%	16.514,5%	-20,6%	2.373,0%	-27,4%	941,7%

2011	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-4,8%	-4,8%	-2,2%	-2,2%	-4,0%	-4,0%
FEV	2,9%	-2,0%	0,3%	-1,9%	1,3%	-2,8%
MAR	7,7%	5,6%	4,1%	2,2%	4,0%	1,1%
ABR	3,4%	9,1%	2,6%	4,8%	-0,2%	0,9%
MAI	0,4%	9,6%	-0,8%	3,9%	-3,1%	-2,3%
JUN	-0,5%	9,0%	-2,3%	1,5%	-1,9%	-4,1%
JUL	-3,7%	4,9%	-5,0%	-3,6%	-5,6%	-9,5%
AGO	-3,1%	1,6%	-4,4%	-7,8%	-6,1%	-15,0%
SET	-15,0%	-13,6%	-19,4%	-25,8%	-19,9%	-31,9%
OUT	17,4%	1,5%	20,6%	-10,5%	22,5%	-16,6%
NOV	-5,8%	-4,4%	-9,8%	-19,2%	-8,9%	-24,1%
DEZ	-0,1%	-4,4%	-1,7%	-20,6%	-4,4%	-27,4%

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.527.771.709,00**

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,  
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

**[www.dynamo.com.br](http://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 Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui 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. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720