

## *Dispersão e Controle Revisitados (II)*

Na Carta anterior, lembramos da nossa experiência acidentada como minoritários em regime de propriedade concentrada e ambiente de displicência legal que caracterizou os primeiros anos de existência da Dynamo. Em seguida, descrevemos nosso aprendizado à medida em que passamos a conviver com a realidade do capital disperso no Brasil. Terminamos analisando criticamente as “soluções” de governança que o mercado americano encontrou a fim de enfrentar as consequências não intencionais que as conquistas do capital disperso trouxeram.

Agora, a ideia é a de voltamos à realidade da concentração do capital, que se apresenta em uma versão atualizada e avança inclusive em mercados de outros países. Consideramos os novos elementos/atores neste cenário e as razões que explicam uma leitura mais benigna do controle e do papel do controlador. No final, sintetizamos as principais reflexões das duas Cartas, arriscamos algumas inferências e concluímos localizando a Dynamo neste contexto.

Em primeiro lugar, uma constatação surpreendente. Lembramos que a expectativa nos anos 90 era a de que com a reforma dos regimes de proteção legal, os países menos desenvolvidos finalmente convergiriam para o *benchmark* dos mercados mais eficientes onde prevalecia a dispersão do capital. Era o que a literatura previa e o que nós na Dynamo realmente acreditávamos que ocorreria. Vinte e cinco anos se passaram, e o que vemos? Que o capital disperso não necessariamente avançou

ao redor do mundo. Ao contrário, o regime de concentração da propriedade continua predominante, sendo o controle exercido por um espectro diverso de constituintes: famílias, fundações, seguradoras, bancos, governos, investidores institucionais e acionistas em bloco reunidos por acordo. Na verdade, observa-se uma tendência na direção contrária, de maior concentração do capital, inclusive no mercado americano. Dois fenômenos principais contribuem para esta estatística: (i) o aumento do uso de estruturas com duas classes de ações (*dual-class*), que nos Estados Unidos saltaram de 1% das novas ofertas em 2005 para 20% em 2017 (Pargendler, 2019); e (ii) o crescimento extraordinário de grandes investidores institucionais. Voltaremos a eles mais à frente.

Como explicar a permanência e em alguns casos até o avanço das estruturas concentradas de capital ao redor do mundo? São três as principais linhas de resposta comumente apresentadas. A primeira vertente consiste na interpretação convencional de que os acionistas majoritários buscam o controle das empresas a fim de exercer sua posição de dominância e extrair benefícios privados. O apego ao controle assenta-se aqui em uma visão meramente oportunística, centrada no benefício particular como princípio de motivação. Já que os benefícios privados e excessivos prêmios de controle estarão presentes onde o sistema legal for de baixa qualidade e o regime de proteção deficiente, esta perspectiva produz dois corolários que contribuem para uma imagem negativa

associada ao controlador: (i) deposita os participantes de blocos de controle em uma vala comum, tratando-os todos como oportunistas contumazes; e (ii) determina uma conexão direta e praticamente exclusiva entre controlador e jurisdições ruins.

A segunda linha enfatiza a questão do monitoramento. Ao invés de confiar em soluções “externas” – mercado de controle corporativo e conselheiros independentes, como vimos na Carta anterior – desenvolvidas no ambiente de controle disperso, a fim de resolver os problemas de agência no interior da sociedade, o controlador desempenharia este importante papel na construção de governança. Tendo parcela substantiva, quando não a totalidade de seu patrimônio econômico e reputacional em jogo, com acesso direto às informações e capacidade de intervir tempestivamente, os controladores seriam os mais indicados para exercer com eficácia a tarefa de monitoramento dos executivos. Por outro lado, por tratar-se de uma atividade custosa que exige dedicação e impõe limitações de liquidez e de não-diversificação, sob esta visão o controlador apenas aceitaria o encargo se lhe fosse assegurado uma parcela desproporcional dos resultados. Da mesma forma, reconhecendo que o zelo do “dono do negócio” seria um serviço valioso para a sociedade, alguma contrapartida poderia ser contemplada pelos acionistas a fim de induzir quem queira desempenhar tal tarefa. E assim, especulam os proponentes desta alternativa, os demais acionistas estariam dispostos a permitir a captura desta parcela desproporcional dos resultados da companhia, justificando o benefício privado de controle. Alguns simpatizantes desta linha vão além, sugerindo que a “remuneração” deveria ser objeto de contrato e que a lei societária deveria tolerar um nível

“ótimo” de apropriação de benefício privado pelo controlador (cf. Gilson & Schwartz, 2013)<sup>1</sup>.

Ainda assim, sabemos de jurisdições, como os países escandinavos, onde a concentração da propriedade prevalece e os benefícios privados de controle são praticamente inexistentes. Como explicar a presença do controlador dedicado sem aparente contrapartida de remuneração? A resposta reside na existência dos benefícios privados não pecuniários de controle: reputação, poder, acesso político, influência, afluência e prestígio social das famílias/indivíduos alavancados pela pessoa jurídica. Naturalmente, estes benefícios serão percebidos tão maiores quanto relativamente menores forem as economias dos países. Daí que as famílias em países como Suécia, México e Chile, por exemplo, tendam a perceber com maior intensidade os benefícios não pecuniários de controle.

Mas como justificar então o avanço da figura do controlador nos Estados Unidos? Uma economia enorme que dilui qualquer capacidade de um indivíduo ou família isoladamente capturar alavancagem reputacional privada relevante. Lá, a boa lei não permite benefício pecuniário de controle e os benefícios não pecuniários seriam bem mais limitados.

A resposta é alcançada pela terceira linha de argumentação, onde os empresários valorizam o controle como veículo para permitir-lhes perseguir sua “visão idiossincrática” sobre a companhia e o negócio, sob a hipótese de que esta, quando implementada, será capaz de produzir retornos acima do mercado. Já que

---

1 Não nos parece que a melhor maneira de prover incentivos para o acionista majoritário seja estabelecendo um nível “oficialmente aceitável” de benefício privado. O desenho agride os princípios de isonomia e equilíbrio que fundamentam os bons preceitos da democracia societária. Além de conceitualmente polêmica, na prática, a sugestão pode tornar-se de difícil execução e extremamente perigosa, particularmente onde o regime de proteção legal ainda não for bem estabelecido.

a apropriação de benefícios privados não faz parte da função-objetivo destes controladores, que eles não exigem remuneração pela tarefa de monitoramento dos executivos e nem pela manutenção de um bloco relevante de participação, os investidores não precisam oferecer-lhes qualquer contrapartida. Aqui, os empreendedores valorizam o controle mesmo quando genuinamente pretendem dividir o fluxo de caixa da companhia de forma pro rata com todos os demais acionistas minoritários. Trata-se de uma lógica muito mais alinhada com a doutrina da lei societária que não tolera a prática de benefício privado por nenhum acionista. O controlador estaria disposto a incorrer nos custos de monitoramento porque ele tem uma visão empresarial diversa dos demais e quer fazer prevalecê-la a fim de alcançar retornos diferenciados. O apego pelo controle repousa não na intenção de extrair benefícios particulares, mas em uma equação diferenciada que contrasta a perspectiva peculiar do controlador vis-à-vis uma ênfase dos demais acionistas em buscar proteção dos custos de agência inerentes aos desequilíbrios societários (cf. Goshem & Hamdani, 2016).

Daí o fenômeno do aumento expressivo das *super-voting shares* nos últimos vinte anos nos Estados Unidos, uma jurisdição de alta qualidade legal que não admite apropriação diferenciada dos resultados corporativos. De fato, principalmente no ambiente das empresas de tecnologia, onde a visão idiossincrática do fundador faz toda diferença, os investidores têm aceitado participar dos IPOs com *dual-class* convencidos de que seria preciso assegurar o poder de controle ao empresário e assim permitir-lhe validar suas convicções sem maiores interferências. Trata-se da expressão de um voto de confiança no “dono”, em sua capacidade de liderança e orientação estratégica dos negócios, além de refletir um entendimento de que seria a melhor forma de arbitrar problemas de agência envolvendo executivos com agenda própria e investidores

financeiros com viés de curto prazo. Não por acaso, a postura “permissiva” dos investidores em relação ao mantra do *one share one vote* ganhou tração com o IPO do Google em 2004, quando os fundadores Larry Page e Sergei Brin, percebendo a resistência do mercado, redigiram um “manual do proprietário” explicando as motivações que os levaram a utilizar estrutura pouco convencional na altura. A partir de então, inúmeras empresas de tecnologia adotaram o dispositivo, também presente em companhias tradicionais como Berkshire Hathaway, Comcast, Dell, Ford, Hyatt, Nike, Ralph Loren, Visa, entre outras.

Em paralelo à narrativa convincente da preservação da “visão empresarial”, a proliferação do voto qualificado suscita dúvidas entre aqueles mais preocupados com a perda de simetria entre propriedade e controle. Talvez, o ceticismo tenha razões históricas, já que as *super-votings* não são exatamente novidades no mercado americano. Surgiram no final do século XIX e voltaram com muito vigor em dois ciclos anteriores, nos anos 20 e 80, momentos marcados por elevada liquidez e excepcional otimismo nos mercados – seguidos igualmente por intensa turbulência. Ou seja, aparecem eventualmente, de forma cíclica e oportunística. De fato, quando agrupamos o argumento coerente da visão empresarial idiossincrática ao entusiasmo/pressão comercial que marca o processo de IPO e à evidência de que os investidores americanos simplesmente não consideraram a possibilidade do “controle ruim”, estão presentes as condições/incentivos que explicam a aparente indiferença com que os investidores vêm tratando este tema.

Ainda assim, as críticas às ações *dual-class* recaem em particular sobre algumas estruturas excessivamente alavancadas que permitem a venda expressiva das ações enquanto o controle se mantém com participações inferiores a 5%. Neste caso, dificilmente teríamos nem

bem a presença das forças disciplinadoras do mercado de controle corporativo, nem tanto os incentivos do alinhamento radical de interesses promovido pela exposição concentrada e não-diversificada. As apreensões se apoiam em estudos empíricos que constataam que os custos de agência associados às *dual-class* aumentam com o tempo de listagem, o que sugere que seus benefícios econômicos líquidos tendem a cair à medida em que a companhia se torna mais madura (Kim & Michaely, 2019). Daí o problema agravado das *super-votings* “duradouras”, que perpetuam uma realidade de poder mesmo quando os efeitos percebidos pelas habilidades diferenciadas de liderança dos fundadores já estariam naturalmente mais diluídos. Como resposta de governança, surgem as cláusulas de caducidade (“*sunset*”), impondo interrupções forçadas aos direitos diferenciados, seja através de limite de prazo ou quando sujeitas a determinadas condições<sup>2</sup>.

O fenômeno da *dual-class shares* expressa um movimento de maior concentração do controle no mercado americano. Contudo, nas últimas duas décadas assistimos também uma tendência de concentração da propriedade. E aqui a explicação é outra: trata-se do avanço sem precedentes dos investidores institucionais que saltaram de 6% de participação total na propriedade das ações no mercado americano em 1950 para 65% em 2017. São diversas as razões apontadas para tamanha expansão, tais como: mudanças na regulação da poupança das aposentadorias que proporcionaram um crescimento expressivo no montante total e permitiram sua transferência das contas bancárias

para o mercado de ações, com a migração dos planos de benefício definido para contribuição definida, inovações diversas nos produtos de investimentos em ações, convencimento do benefício advindo da diversificação com possibilidade de implementação de estratégias a baixo custo, entre outras. Tudo isso permitiu uma expansão destacada dos fundos passivos que hoje respondem por quase 50% do mercado. A modalidade vencedora, o ETF, proporciona enorme economia de escala para os gestores e liquidez abundante para os investidores. Com isso, o mercado se concentrou na mão de três gigantes: Blackrock, Vanguard e State Street, que juntos detêm em média cerca de 20% do capital das companhias americanas. Como muitos dos acionistas pulverizados não se apresentam para votar, a participação dos três gigantes nas assembleias torna-se ainda mais expressiva.

Diferentemente das *super-voting*, onde a concentração do controle decorre de uma estratégia intencional do empresário, no fenômeno dos fundos passivos a possibilidade do controle emerge como consequência não intencional. A discussão a respeito do exercício deste poder pelas firmas de investimento é da ordem do dia. Há aqueles que veem enorme risco nesta concentração incomum na mão de tão poucos e sugerem ações regulatórias tais como estabelecer tetos não apenas de voto, mas também de participação, ou medidas anticoncorrenciais como limitar o investimento em apenas uma companhia por segmento de negócio (Coates, 2018). Outros interpretam de forma oposta. Acreditam que as firmas gestoras têm incentivos para se comportar com excessiva complacência em relação às propostas dos executivos, o que tiraria potência da função de vigilância e com isso da capacidade de exercer governança em benefício dos investidores (Bebchuck & Hirt, 2019). Nessa linha, há quem sustente que o surgimento deste novo intermediário determina um duplo problema de agência: não apenas

---

2 As cláusulas *sunset* são reflexos simétricos ao que tivemos quando apareceram em nosso mercado as “*poison pills tropicalizadas*”, mencionadas na Carta anterior. Ao invés da blindagem assegurada pelas cláusulas pétreas, observamos na altura que os tais “*mecanismos de proteção da base acionária*” deveriam ao menos vir acompanhados de previsões “*biodegradáveis*”: de tempos em tempos, suas renovações seriam submetidas ao voto dos acionistas reunidos em assembleia geral.

entre acionistas e executivos, mas também entre proprietários beneficiários e instituições intermediárias, aumentando a entropia da estrutura de propriedade do que se chamou de “capitalismo de agência” (Gilson & Gordon, 2013).

Adicionando outra camada de complicação, também participam do enredo as consultorias de serviços, como *Institutional Shareholder Services* (ISS) e *Glass Lewis* (GL), contratadas pelos fundos passivos para orientá-las nas decisões assembleares. São instâncias independentes que ponderam os argumentos das diversas partes envolvidas e recomendam as orientações de voto, invariavelmente aceitas sem quaisquer ressalvas pelos investidores institucionais contratantes. Trata-se de uma terceirização radical da decisão de voto, o que na prática alça as consultorias a uma instância fundamental de poder de deliberação neste novo arranjo institucional. Por outro lado, é conhecida a preferência destas empresas de assessoria por uma abordagem parametrizada, o que reduz a flexibilidade da participação dos acionistas nas assembleias e as impede de capturar na profundidade desejada as nuances em algumas matérias, podendo suscitar questionamentos sobre o efetivo alcance destes serviços.

A tendência de concentração da propriedade nas mãos de investidores passivos tem trazido preocupações em relação a um silêncio percebido no exercício do papel fundamental do proprietário-acionista de longo prazo. Daí a ênfase crescente em algumas jurisdições em fomentar maior “*stewardship*” ou “engajamento sustentável”. Acontece que a indústria de fundos passivos enfrenta problemas estruturais de falta de incentivos. A tarefa de engajamento é custosa e incerta, as taxas que remuneram esta classe de ativos são apertadas e os veículos não conseguem alavancar os resultados das iniciativas de governança, aumentando a exposição, quando positivos, ou optando pela

venda, quando negativos, pois não há espaço para manobras intencionais do portfólio. Isso sem falar no conflito potencial de interesses, já que boa parte dos recursos sob gestão destes fundos indexados vêm dos planos de contribuição definida “401 (k)” e são os executivos das companhias que decidem qual o cardápio de opções de gestores/prestadores de serviços a ser oferecido aos participantes. Daí a conveniência da terceirização das decisões para as instâncias intermediárias e a atuação apenas protocolar destes gestores nos assuntos de governança, evitando protagonismo principalmente em questões mais sensíveis como remuneração dos executivos e nomeação dos conselheiros.

Poderia se esperar que o pêndulo da governança corporativa no mercado americano se movesse na direção determinada pelas companhias de investimento. Com participações tão expressivas, se superadas a inércia da passividade, elas representam um atalho potencial sem precedentes na concertação do desafio de ação coletiva que a dispersão do capital trouxe. Mas a ladeira dos incentivos é íngreme e uma mudança de estratégia pode acionar retaliações que comprometam o modelo de negócios e a vantagem competitiva dos “gigantes” incumbentes. Razão pela qual investidores ativistas vêm ocupando este vácuo e concentrando esforços de persuasão nestas grandes firmas, o que lhes assegura apoio suficiente para levar adiante suas agendas transformadoras. O poder dos ativistas não advém do tamanho de suas participações, mas de sua capacidade de apresentar argumentos/planos convincentes aos investidores institucionais “racionalmente reticentes” e assim tentar coordenar uma ação coletiva na direção desejada.

O principal revés de governança que surge com a separação entre controle e propriedade consiste na fragmentação do voto e em consequência em sua perda de potência como indutor

de mudanças. Acontece que a reconcentração da propriedade, nesta versão passiva dos gestores indexados, pela ausência de incentivos adequados, por si só não é capaz de restaurar o problema. Os investidores ativistas aparecem então no papel de “intermediários de governança”, como uma resposta endógena, preenchendo este vácuo institucional a fim de restabelecer a função de monitoramento dos executivos. De fato, verifica-se um aumento do ativismo ao redor do mundo na última década, com características distintas do que foi no passado. Os processos têm sido predominantemente mais colaborativos, mais prolongados e múltiplas vezes mais frequentes do que as ofertas hostis (cf. Franks, 2020). Neste sentido, o ativismo societário tem exercido um papel fundamental de substituir o mercado de controle corporativo como mecanismo de correção dos desvios e disfuncionalidades da gestão.

Resumindo, o mercado americano experimenta nas últimas duas décadas uma tendência de maior concentração. Concentração do controle, por meio do avanço das *dual-class shares*; concentração da propriedade, via o crescimento expressivo dos investidores institucionais, notadamente os fundos passivos. As primeiras expressam uma liberalidade da base de acionistas, reconhecendo que fundadores diferenciados, diluídos por necessidade no caminho bem-sucedido de crescimento de seus projetos empresariais, mereçam o aval para fazer prevalecer suas visões de futuro peculiares. Como contraponto, a ressalva de que a chancela pode se transformar em problema bastante custoso ao longo do tempo, principalmente nos desenhos muito assimétricos. Já a concentração da propriedade nas mãos de intermediários passivos, desprovidos de incentivos adequados para exercer o trabalho de gestão participativa, inaugura uma dimensão adicional do problema de agência nas relações, que pode se traduzir em perda de potência no monitoramento dos executivos e conseqüentemente em risco de piora

na qualidade dos retornos dos investidores, os beneficiários finais.

Enquanto a concentração da propriedade avança, natural que os olhares se voltem para aquelas jurisdições tidas como boas referências de regime com controlador. Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia ostentam mercados de capitais saudáveis, com um número razoável de companhias de qualidade e bem precificadas, onde predomina uma estrutura de capital mais concentrada. Embora cada país apresente suas especificidades, os quatro conservam elementos comuns do que se chama de modelo nórdico de governança: um sistema que oferece aos blocos majoritários poderes para um exercício efetivo do controle, com responsabilidade de “dono” e visão de longo prazo, ao mesmo tempo em que assegura aos acionistas minoritários um arranjo de proteções e representatividade.

O modelo nórdico fundamenta-se no princípio que o comando das companhias cabe aos acionistas, a quem o conselho e a administração, atuando como agentes, devem prestar contas. As linhas-mestras desta estrutura são duas: (i) a autoridade da assembleia geral como principal instância decisória e responsável pela eleição do conselho; (ii) uma clara separação de obrigações e responsabilidades entre conselho (a quem cabe o monitoramento e definições estratégicas) e gestão (a cargo exclusivamente das tarefas executivas). Ao mesmo tempo, um conjunto de previsões estatutárias assegura adequada proteção aos minoritários e praticamente impede a apropriação assimétrica de resultados. De fato, os prêmios de controle, os benefícios privados e os escândalos corporativos praticamente não frequentam estas jurisdições (cf. Lekvall, 2014). Uma das instâncias de governança prevista no código sueco, por exemplo, é o comitê de nomeação, cuja responsabilidade principal consiste em recomendar à assembleia geral candidatos ao conselho de administração, bem como o desenho

de sua remuneração. O comitê, formado pelos principais acionistas ou seus representantes, possui função propositiva, já que a autoridade para decidir pertence exclusivamente à assembleia<sup>3</sup>.

Ao mesmo tempo, o aumento da concentração da propriedade entre os investidores institucionais também chegou a estas geografias, trazendo desafios para o equilíbrio pacificado até então entre famílias-controladores e minoritários. E coincide com o fenômeno histórico da “gravidade das gerações”: a tendência de desfazimento natural das participações familiares à medida em que as gerações se sucedem e os interesses pelo controle se decantam. Como o surgimento de uma terceira força deverá afetar as relações de governança nestas jurisdições? Devemos observar uma onda de ativismo a exemplo das demais geografias? Que tipo de (re) composições poderemos assistir? São questões acaloradas da ordem dia para acompanharmos nessas latitudes elevadas. O interesse se justifica já que são dilemas parecidos com os que observamos em nosso mercado, onde (ainda?) predominam estruturas de controle definido e propriedade familiar.

De fato, observamos por aqui algumas companhias vivenciando precisamente este movimento de transição quando fundadores e seus familiares deixam a diretoria executiva e vão para o conselho. O receio de avançar na transição se manifesta no surgimento de figuras híbridas como *Co-CEO* ou *Executive-Chairman*, expediente importado de casos bem-sucedidos como a Amazon, mas que se não bem conduzido pode mais atrapalhar do que ajudar, gerando ambiguidade na liderança e entropia na gestão. Problema adicional da confusão de papéis é que ela se

3 Em tese, trata-se de um arranjo que poderia evitar os problemas que descrevemos na Carta passada, quando relatamos os obstáculos que enfrentamos para organizar um processo coeso de eleição do conselho em regime de capital disperso.

transfere para as propostas de remuneração do conselho, onde conselheiros ligados ao controle acreditam merecer tratamento diferenciado e postulam remuneração nivelada aos executivos.

Nestes casos, nós temos procurado lembrar que o conselho é um órgão coletivo da administração, cujos membros não decidem individualmente, mas apenas quando reunidos como *unum corpus*. Suas deliberações são manifestações de uma vontade colegiada, onde a unidade decisória é requisito indispensável à sua própria eficácia. Sendo assim, a remuneração no âmbito do conselho deve ser a mais homogênea quanto possível. A assimetria exagerada de remuneração entre conselheiros afeta a unidade que se espera deste órgão colegiado, cujos membros representam todos os acionistas da sociedade.

Tradicionalmente, a figura do controlador esteve associada às jurisdições de baixa proteção legal, que caracterizam mercados de capitais frágeis. O vínculo é compreensível já que onde

### *Dynamo Cougar x Ibovespa* *Desempenho em R\$ até setembro de 2022*

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
60 meses	62,5%	48,1%
36 meses	10,8%	5,1%
24 meses	-10,8%	16,3%
12 meses	-22,5%	-0,9%
No ano (2022)	-10,3%	5,0%
No Mês (Setembro)	3,5%	0,5%

Valor da cota em 30/09/2022 = **R\$ 1.244,430388100**

(\*) Ibovespa Fechamento.

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

a lei, ou a aplicação dela, é ruim as práticas de expropriação e uso abusivo do controle costumam proliferar. Sendo substantiva a percepção de assimetria de valor das participações, não há incentivos para a quebra dos blocos de controle. Os mercados permanecem atrofiados, ilíquidos e com pouco dinamismo empresarial. Por outro lado, quando a lei é boa e o espaço para ganhos privados reduzido, os blocos se dissolvem e o arranjo sem controle (dispersão) emerge como evidência de progresso societário.

Acontece que mercados em regiões distintas como América Latina e Escandinávia, por exemplo, que comungam da mesma dominância da estrutura de controle definido, apresentam dinâmicas completamente diferentes. A simples presença do controlador por si só não explica a distância de performance. Nessa linha, o que faz a diferença na verdade é a possibilidade e a magnitude da extração não-contratada de benefícios privados. Estudo clássico (Dyck & Zingales, 2002) que estimou os prêmios de controle ao redor do mundo, como proxies para a presença de benefícios privados, documentou grande amplitude de resultados nestas geografias: em torno de 30% em média nos países latino-americanos e menos de 5% em média nos países nórdicos. Neste sentido, embora os regimes de propriedade apontem o contrário, a Escandinávia estaria mais próxima dos Estados Unidos do que da América Latina.

De fato, a história tem mostrado que o controlador transita bem entre os diferentes regimes legais. Pode também ser encontrado em uma versão pacificada nas jurisdições saudáveis, livre de motivações oportunistas e desprovido de ferramentas sórdidas. E assim, é preciso qualificar as relações: onde há dispersão, haverá boa lei. Mas onde há controle, pode haver boa lei (controlador dito eficiente) ou lei frágil (controle ineficiente). Desta forma, justifica-se o movimento mais recente de atualização da figura do

controlador que passou a receber na literatura específica tratamento mais benigno: “*Acionistas controladores, não mais do que personagens sombrios em segundo plano no debate de governança corporativa, agora figuram proeminentemente*” (Gilson & Schwartz, 2014).

A presença de um controlador em um regime onde a lei é boa configura um arranjo potencialmente interessante, pois assegura um monitoramento dos executivos intenso e altamente interessado, evitando na partida as armadilhas da separação controle/propriedade inerentes ao regime de capital disperso. Se o controlador for “eficiente” (competente, dedicado e justo – a modo do “déspota esclarecido”), se tiver solidez moral, entendimento e respeito genuíno pela contribuição de todos os acionistas na formação do capital social, a sociedade como um todo poderá usufruir de uma solução para o problema de agência bem mais custo-efetiva.

Com estas reflexões, o ceticismo do passado em relação ao regime de controle definido tem sido questionado. Há suspeitas de que “*sob esta perspectiva, o acionista controlador pode policiar melhor a administração das companhias abertas do que a parafernália de técnicas de mercado empregadas quando as participações são dispersas (...) Mais do que resultado de uma lei de má funcionalidade, o sistema de acionista controlador é sob esta visão uma alternativa às fricções associadas aos aperfeiçoamentos que a separação da gestão e do controle inevitavelmente trazem no regime de propriedade dispersa*” (Gilson, 2005)<sup>4</sup>.

---

4 Pode causar estranheza, em uma proposta de atualização da literatura, uma citação datada de 2005. É que Ronald J. Gilson é conhecido por suas provocações visionárias. Este texto provou-se particularmente pioneiro, inaugurando proposições e questionamentos que apenas foram desenvolvidos anos à frente. Nós mesmo, quando nos dedicamos à nossa última revisão do tema em 2006, talvez encantados pelos ventos então recentes da dispersão, não soubemos reconhecer o mérito precursor deste artigo.



Sintetizando, são elementos que contribuem para o “resgate” da imagem do controlador:

- (i) A constatação de que estruturas concentradas de capital também frequentam jurisdições onde a lei é boa e os mercados saudáveis;
- (ii) O fenômeno da concentração de poder no mercado americano através das ações dual-class, cuja explicação nada tem a ver com as motivações convencionais de apropriação e oportunismo do controlador;
- (iii) A frustração com o desempenho dos dispositivos de controle externo desenvolvidos para lidar com as questões de agência nos ambientes de capital disperso;
- (iv) O reconhecimento do esforço colossal necessário para que um bloco de minoritários possa superar os problemas de ação coletiva e organizar uma representação coesa dos interesses da companhia;
- (v) A percepção de que o controlador tem condições e incentivos suficientes para exercer de maneira eficiente o monitoramento dos executivos e de perseguir uma visão de longo prazo para a companhia.

---

Regimes de controle e propriedade determinam o perfil dos incentivos e o teor das relações que formatam os sistemas de governança das companhias. Para o investidor de longo prazo, entendimento e treinamento nestas disciplinas são tão importantes quanto a compreensão dos modelos de negócios e da dinâmica competitiva das empresas. Daí nosso interesse pelo assunto, sempre presente em nossas discussões internas e refletido na frequência de referências em nossas Cartas.

A obsessão pela “convergência” dos regimes no passado levou ao exercício que se provou

precipitado de apontar um “vencedor” na arena de escolhas entre dispersão e controle. Nas últimas duas décadas, enquanto acenávamos aqui no Brasil para a novidade das primeiras *corporations*, os Estados Unidos caminharam para uma maior concentração do voto e da propriedade. Passamos a conviver com os dilemas “deles” – executivos (e porque não dizer conselheiros) entrincheirados –, e eles com os “nossos” – assimetrias controle/propriedade. Neste caso, ao invés de se alinhar, as trajetórias se cruzaram. A prevalência da concentração ao redor do mundo suscitou uma distinção mais nítida entre controle bom e ruim, clivagem que abre espaço para o resgate na literatura da figura do controlador, historicamente associado a regimes problemáticos. De fato, em nossa jornada aqui na Dynamo nestes quase trinta anos, enfrentamos o desgaste do controle ruim, mas também desfrutamos as virtudes do controle bom.

O avanço dos fundos passivos ao redor do mundo instiga a necessidade de uma atuação mais efetiva dos investidores ativos. O despertar destes anseios participativos tem se manifestado no interesse renovado pelas assembleias gerais, canal legítimo para o confronto das ideias no interior da sociedade. Em paralelo, no momento que o mercado americano flerta com uma maior concentração e a figura do controlador passa por um *aggiornamento*, regimes com controle definido considerados saudáveis ganham projeção. E assim, modelos de governança, como o dos países nórdicos e o nosso aqui no Brasil, onde a lei societária valoriza a assembleia geral de acionistas como fórum principal de deliberação e instância central de governança, despertam interesses e parecem mais ajustados para esta realidade.

Neste ambiente, espera-se que os investidores institucionais ativos devam desempenhar protagonismo ainda mais relevante. Aqueles que tiverem experiência acumulada em participação

# 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%
SET	-0,9%	-7,4%	-3,8%	8,4%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 6.088,1 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.

nas assembleias, histórico de interação colaborativa frequente com as companhias, reputação e *network* junto aos demais acionistas, domínio dos pormenores regulatórios e conhecimento específico para se movimentar entre os diversos regimes – controle ruim, controle bom e dispersão – muito provavelmente estarão em condições de contribuir de forma efetiva para benefício de toda a sociedade. Mais ainda, experiência e preparo devem vir acompanhados do atributo fundamental da integridade. É ela que faculta o acesso ao diálogo franco com as companhias e assegura a credibilidade necessária para transitar entre os diversos participantes. No final do dia, ao acionar as engrenagens de governança nada triviais na direção adequada, espera-se como resultante uma efetiva criação de valor para todos os acionistas.

A gestão participativa é um dos pilares do nosso DNA na Dynamo. É o conduíte por onde expandimos a potência do nosso trabalho de análise fundamentalista e o alcance da nossa prerrogativa de investidor de longo prazo. É a dimensão fundamental que nos transporta da tela dos terminais e planilhas financeiras para a sala de mapa das estratégias corporativas. O condão que converte títulos mobiliários em participações societárias; que nos promove, como bem sabem as companhias onde investimos, de investidor à condição acionista.

Rio de Janeiro, 10 de outubro 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](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 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](http://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