

# Carta

# Dynamo 52

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2006

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

## Dispersão e Concentração – Tema Revisitado

**N**egócios e empresas são o nosso vício e ofício. É neste microcosmo da atividade empresarial que julgamos encontrar os principais insights de investimento e lá costumamos dedicar tempo e esforço. E se a linguagem é a expressão do desejo, nada mais instintivo para nós do que falar e escrever sobre o objeto da nossa vontade: as companhias.

Acontece que este vasto espectro das relações corporativas não se dá no vazio. Ao contrário, exige algum meio de propagação. Importa então, amiúde, sem perder o foco de atenção primário, investigar o macro-ambiente dos mercados de capitais, dos modelos de governança, dos regimes de leis, dos padrões de instituições, que permeiam e possivelmente orientam a trajetória por onde orbitam as empresas. Isto significa penetrar em campos mais densos e menos óbvios de teses e conceitos. Mas, nossa experiência aqui na Dynamo é que a tarefa é recompensadora, fornecendo subsídios valiosos para nossa decisão de investir e desinvestir nas companhias.

E assim – sob licença justificada de um enfoque mais conceitual – pretendemos nesta Carta discutir um tema fundamental, ingrediente básico de um sistema de governança corporativa, que é o regime de propriedade do capital. Assunto freqüente em nossas Cartas passadas, atualizamos aqui as referências bibliográficas bem como nossas reflexões sobre a matéria, que merece este revival num mercado em tempos de transformações.

### *Estrutura de Propriedade e Governança – Convergência ou Persistência?*

Mazelenta a história de vida do acionista minoritário no Brasil. Propriedade concentrada em blocos herméticos, baixa proteção legal, benefícios privados

de controle e escassa liquidez. Neste ambiente, nosso reflexo sempre foi o de exaltar as virtudes do sistema de governança americano – dispersão acionária, maior proteção legal, ampla transparência, primazia do acionista – destacando as belezas de uma estrutura mais equitativa e democrática. O modelo americano surgiu como referência óbvia e natural, evidência prática de um regime que produz menor custo de capital, maior valor e liquidez e, em tese, promove maior eficiência econômica.

Súbito, chega o Novo Mercado. De início, tímido. Agora, sucesso absoluto de público e renda. Companhias novas desfilando sob regras bem mais justas e, quem diria, algumas delas, num modelo *avant-garde* de controle disperso. O que seria então para nós uma aspiração idílica já começa a desenhar-se como realidade palpável. E como “o real se dispõe para a gente é no meio da travessia”, o confronto com a realidade ficou inevitável, impondo-nos uma parada obrigatória para reflexão e exame.

O momento para nossa revisão é particularmente oportuno, pois se beneficia de uma discussão atual que vem reunindo esforços de inúmeros *policy makers*, autoridades do mercado de capitais e acadêmicos de prestígio do mundo inteiro. O xis da questão é se um sistema de governança possui vantagens competitivas relativas aos demais. Quando as companhias competem num mercado de produtos e serviços globalizado, os regimes de governança que sabidamente influenciam a forma como estas são geridas e capitalizadas podem sugerir algum diferencial competitivo importante.

A estrutura de propriedade é de tal importância no regime de governança que acaba por definir sua própria filogenia, classificando-os entre dois modelos distintos: o de ‘mercado’ e o de ‘blo-

### *Nosso Desempenho*

Neste quarto trimestre, Dynamo Cougar rendeu 17,6%, acumulando uma rentabilidade de 36,8% neste ano de 2006, contra 33,7% do Ibovespa e 35,9% do IBX. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar apresenta um ganho de 22,1%<sup>aa</sup> em termos reais – acima da inflação medida pelo IGP-M – e 25,0%<sup>aa</sup> em dólar. Neste mesmo período o Ibovespa valorizou-se 9,3%<sup>aa</sup> sobre o IGP-M e 11,9%<sup>aa</sup> em dólar e o IBX 13,8%<sup>aa</sup> e 16,5%<sup>aa</sup>, respectivamente.

Pelo quarto exercício consecutivo, o Ibovespa apresentou variação positiva em dólar. Em sua história de vida, tal seqüência ocorreria uma única vez: justamente nos quatro primeiros anos de idade, no período 1968-1971, quando o Índice acumularia um ganho de 71,8%<sup>aa</sup> sobre a moeda americana. No ano seguinte, 1972, a instabilidade de humor própria da juventude veio cobrar a fatura. E o Ibovespa cairia cerca de 50% em dólar, encolhendo o retorno composto do primeiro quinquênio para 34%<sup>aa</sup>.

Tudo isso para lembrar que vivemos momentos históricos. Uma combinação virtuosa de crescimento econômico mundial com lucros corporativos e produtividade em alta, inflação controlada, taxas de juros reais declinantes e convergentes, mercados financeiros abertos, abundância

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 resente 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.

de liquidez mundial e prêmios de risco no chão. Neste ambiente, natural seria que as bolsas subissem *across the board*. Num mundo mais estável e previsível, os indivíduos descontam menos o futuro. Com mercados financeiros abertos e mais arbitrados, a atividade empresarial virou ativo escasso e seu preço relativo subiu. Como reflexo, nosso Ibovespa à beira dos quarenta, mostra uma vitalidade amadurecida. Mesmo com o aumento recente da volatilidade externa e com os problemas relacionados à gestão pública interna, até o momento, não há nada no radar dos especialistas em previsões desta natureza que possa lembrar uma correção na magnitude de 1972.

O Dynamo Cougar também tem se aproveitado deste enredo pródigo. O Fundo apresentou no período 2003/2006 um retorno nominal de 41,2%<sup>aa</sup>, de 32,4%<sup>aa</sup> sobre o IGP-M e de 61,1%<sup>aa</sup> em dólar. Por outro lado, não há como não reconhecer que um mercado com viés otimista, onde vemos um claro *overshooting* de algumas ações sobre seus valores intrínsecos, torna a vida de investidores fundamentalistas mais difícil. Da nossa parte, nosso esforço de pesquisa tem se orientado por dois propósitos principais: i) encontrar bons ativos em preços ainda razoáveis - por ora, algumas companhias mais 'tradicionais' são as que oferecem esta combinação, daí que continuam ocupando as principais posições do Fundo; ii) seguir acompanhando de perto as histórias interessantes - porém caras - com o intuito de aproveitar uma eventual oportunidade de compra, no momento em que o mercado vier a sofrer alguma correção. Este parece ser o caso de alguns IPOs, onde a palavra-chave também chama-se seletividade. Pagar pelo crescimento, somente num modelo de negócios consistente, com *management* competente, que não dependa em essência da confluência dos bons ventos externos.

co de controle'. O sistema de governança corporativa de mercado é caracterizado pela dispersão acionária, onde os acionistas agem prioritariamente como investidores de portfólio e delegam amplos poderes discricionários de gestão para os executivos. No sistema de governança de bloco de controle, a estrutura do capital é concentrada e o poder de controle da sociedade é exercido de forma permanente por um ou um pequeno grupo de acionistas.

O modelo de mercado vem geralmente associado a um regime de maior proteção aos direitos dos acionistas, maior liquidez, maior diversificação e um mercado de capitais mais robusto. Usualmente, duas desvantagens são apontadas neste regime: i) a falta de incentivos que acionistas com participação reduzida no capital social têm para exercer a trabalhosa função de monitorar os executivos; ii) uma suposta tendência a valorizar iniciativas de curto prazo que tragam efeitos imediatos no preço da ação.

O modelo de bloco de controle apresenta a vantagem do monitoramento permanente exercido pelo acionista controlador. O dono do negócio possui ainda um acesso direto ao fluxo de informação e a capacidade de intervir mais rapidamente em caso de distração dos executivos. Por outro lado, nos países onde este modelo prevalece, geralmente os mercados de capitais são mais limitados, têm menos liquidez e em muitos deles o regime de proteção legal é mais fraco, permitindo a expropriação de valor dos acionistas minoritários pelos controladores através de diversas formas de benefícios privados de controle. Mais à frente, voltaremos a tratar com mais cuidado destes aspectos.

Uma terceira via imagina a possibilidade de se aglutinar as vantagens dos dois modelos e assim obter uma síntese híbrida superior. Ainda que se trate de uma opção teórica, o fato é que em algumas propostas recentes de reforma nota-se esta tentativa de corrigir as fragilidades mútuas, combinando o melhor dos dois ambientes. Nos Estados Unidos, a sugestão da agenda de reforma vai na linha de desregulamentar os controles sobre os investidores institucionais procurando encorajar 'blocos' de acionistas maiores e, com isso, promover um monitoramento mais efetivo sobre os executivos. Na Europa, e também no Brasil, as propostas sugerem uma regulamen-

tação de valores mobiliários mais vigorosa, buscando aumentar a proteção aos acionistas e a liquidez dos mercados.

Os resultados da intensa discussão teórica e de diversos estudos empíricos até agora não autorizam nenhuma conclusão definitiva sobre a superioridade de um modelo sobre outro<sup>1</sup>. A idéia de que uma convergência global poderia eliminar as diferenças sistemáticas entre os regimes e que um modelo híbrido emergente poderia ser projetado com segurança tem sido rechaçada por alguns especialistas. Um argumento é que cada sistema de governança encontra-se sedimentado em estruturas de incentivos complexas e indivisíveis, produzindo *trade-offs* diferentes: concentração de propriedade x liquidez, monitoramento x iniciativa dos executivos, busca de renda privada x atividade que beneficie todos os acionistas, etc., o que acaba limitando a possibilidade produtiva de intercâmbio entre eles. (Bratton e McCarthey 2002). Outra linha enfatiza a importância de 'complementariedades institucionais' como, auditores perspicazes, mercado secundário de ações robusto, reguladores especializados, avaliadores independentes e analistas críveis. Neste caso, 'Governança corporativa' compõe-se por verdadeiros 'sistemas' e não apenas 'elementos' e assim, simplesmente transplantar alguns elementos sem observar esta complementariedade institucional pode trazer sérios problemas no futuro, inclusive impedindo ou revertendo qualquer tendência de convergência (Gordon e Roe 2002).

Pelo visto, no centro de comando de um sistema de governança corporativa repousa soberana a estrutura de propriedade do capital. Se pretendemos encontrar pistas sobre a dinâmica de movimento destes modelos é lá que temos que fustigar.

### *Estrutura da Propriedade - Origens*

O que então determina a estrutura de propriedade de determinado país? Diversas explicações têm concorrido como candidatas à melhor resposta. A primeira delas, amplamente reconhecida, sugere que a estrutura da propriedade e o modelo de governança emergem como uma resposta endógena da companhia às exigências de crescimento e competição de seus negócios. Na etapa inicial do desenvolvimento das empresas, na época dos projetos tipicamente familiares, os próprios donos comandavam e controlavam as

(1) Duas obras interessantes sobre o assunto são as coletâneas de J. Gordon e M. Roe (2004) e de J. McCahery, P. Moerland, T. Raaijmakers e L. Renneboog (2002). Referências completas em nosso site: [www.dynamo.com.br-biblioteca](http://www.dynamo.com.br-biblioteca).

empresas. Com o tempo e o aumento na escala das companhias, os proprietários foram sendo diluídos, passaram a terceirizar a gestão para profissionais, tornando-se uma espécie de 'rentistas'. A propriedade vai ficando dispersa, à medida em que estes gestores chamam novos aumentos de capital. Quando os mercados são abertos e existe incentivo político para a competição, a empresa moderna torna-se o resultado de uma resposta 'endógena' aos imperativos tecnológicos e competitivos da sociedade urbana e industrial (Alfred Chandler 1988).

Outra linha de argumentação (Mark Roe 2006) enfatiza a importância de fatores políticos para a emergência de diferenças na estrutura de propriedade. Roe observa que o século XX conhece a supremacia do legislativo na fabricação do sistema legal. A figura do regulador passa a substituir a do juiz na definição do conteúdo da proteção legal - e isso, mesmo nos Estados Unidos. Ou seja, é a regulação, a modo de lei civil, que passa a prevalecer. E para Roe a produção legislativa é sempre resultante de interesses políticos. Forças de natureza política acabam por determinar o sistema de governança e a estrutura da propriedade no mercado de capitais<sup>2</sup>. Quando há pressões políticas em favor dos demais *stakeholders* sobre os direitos privados, prevalece o sistema de propriedade concentrada. Neste caso, os executivos são forçados a agir no interesse de outros *stakeholders* (bancos, trabalhadores, Estado) e não dos acionistas. Estes por sua vez tendem a concentrar o bloco de controle, já que dispersão é sinônimo de enfraquecimento. Roe afirma ter sido este o caso da Alemanha, Japão e França, enquanto que nos Estados Unidos e na Inglaterra (EU&I) o poder de fogo dos bancos e dos sindicatos socialistas era bem mais limitado, permitindo o surgimento de expressivos direitos para os acionistas<sup>3</sup>. Numa variante, Bebchuk e Roe (1999), afirmam que os interesses políticos - ao lado de outros fatores inerciais - tendem a se transformar num veículo de perpetuação da estrutura de propriedade ao longo do tempo. Neste caso, a tese é a de que as regras dos negócios, o modelo de governança e a estrutura da

propriedade de um país seguiriam padrões de dependência (*path dependence*) das condições anteriores e, em última instância, do período de formação inicial.

Brian Cheffins procura localizar o momento preciso no tempo em que ocorre o início do movimento de dispersão acionária nos EU & I, bem como as razões que poderiam explicá-lo. Percebe que uma intensa atividade de fusões ("craze combinations") teria tido um papel preponderante neste processo, na medida em que gerou uma expressiva demanda por ações, resultante da confiança dos fusionados na possibilidade de saída futura de suas participações via mercado. A onda de fusões, por sua vez, teria como principal motivação um certo otimismo quanto às perspectivas dos negócios, no caso dos Estados Unidos no início do século vinte (Cheffins 2003), e o aprimoramento das leis anti-trusts, no caso da Inglaterra nas décadas 1950-70 (Cheffins 2004).

Rajan e Zingales (2003) chamam atenção para a importância da abertura do comércio e do livre acesso de capitais para criar a pressão necessária para o desenvolvimento do mercado financeiro competitivo. Sem isso, agentes incumbentes - bancos, grandes grupos industriais - vão continuar explorando sua posição vantajosa concentrando blocos de ações, fazendo empréstimos mútuos, obtendo linhas de créditos especiais. Os autores lembram que Japão, Alemanha e França vêm experimentando maior dispersão de capital a partir dos anos 90, momento em que suas economias começaram a tornarem-se mais abertas<sup>4</sup>.

Na linha da ênfase em elementos endógenos, Mary O'Sullivan (2000) vê o processo de dispersão acionária nos EU não como uma estratégia de diversificação de risco dos investidores/donos, mas como resultado do esforço sistemático dos executivos em diluir o poder de controle dos proprietários através de uma maior liquidez no mercado de capitais. Assim, foi com o fim de acomodar a negociação entre executivos buscando sua perpetuação no comando das empresas e proprietários em vias de aposentadoria que as companhias começaram a emitir valores mobiliários para o público.

LaPorte, Lopez-de Silanes, Schleifer e Vishny (LLSV 1997, 1998, 1999, 2000) defendem a tese de que "a lei importa": as diferenças entre os níveis de concentração da propriedade são explicadas pela magnitude da proteção legal aos acionistas. Nos países de lei comum, onde os direitos dos acionistas e a efetividade do *enforcement* legal são mais amplos, há maior dispersão acionária. Onde a proteção legal é fraca, geralmente associada aos países de lei civil, a propriedade é concentrada. Quando minoritários desprotegidos estão expostos à expropriação dos controladores, o interesse por ações fora do bloco de controle diminui, ao mesmo tempo em que o desejo de bloquear o controle aumenta. A liquidez se atrofia, o mercado se engessa, o custo de capital aumenta. O ambiente legal molda o tamanho dos benefícios privados e acaba determinando o equilíbrio da estrutura de propriedade, bem como a qualidade do mercado de capitais.

Os trabalhos de LLSV, respaldados por ampla documentação empírica, são extremamente originais e estabeleceram uma correlação definitiva entre as tradições legais e os regimes de propriedade/governança no século vinte. Nossos leitores mais memorados conhecem nosso maior apreço por estes resultados<sup>5</sup>. Contra eles, a ressalva de que EU&I ao final do século dezenove teriam conhecido uma razoável dispersão de ações antes mesmo de experimentarem um ambiente de proteção legal minimamente satisfatório (crf. Coffee 2001).

Finalmente, John Coffee (2001) reconhece o valor do trabalho de LLSV sobre a relevância do aparato legal, mas acredita que o principal elemento para determinar o grau de dispersão da propriedade seria a presença de mecanismos autorregulatórios (como a Bolsa de Nova York, por exemplo). Estes institutos teriam tido o papel de substituir eventuais lacunas na lei, quando esta ainda não tivesse se consolidado. E por que estas estruturas privadas surgiram apenas em países como EU & I? Porque nestes países, sob regime de lei comum, há um ambiente mais acolhedor às iniciativas privadas, diferentemente da Europa Continental onde o Governo

(2) É difícil não lembrar aqui a Lei n. 9457/1997, resultante do chamado Projeto Kandir, que suprimiu da Lei das S/A o instituto do *tag along*, no momento em que o Governo Federal desejava maximizar seu prêmio de controle com as privatizações em Bolsa. Comentando o assunto, Modesto Carvalhosa afirmou: "tal retrocesso demonstra a persistência do perfil institucional da lei societária, a serviço das macropolíticas governamentais do momento" (em A Reforma da Lei das S/A, J. Lobo, ed., 1998)

(3) Numa análise econométrica entre diversos países, Roe constata que o poder do trabalho no pós-guerra varia diretamente com o tamanho da destruição causada pela 2ª guerra mundial (2006).

(4) Em contra-ponto, alguns lembram o fato de que no início do século vinte, Alemanha e França tinham mercados financeiros relativamente 'desenvolvidos', sem que tivessem experimentado aumento de dispersão acionária.

(5) Lembramos, por exemplo, as Cartas Dynamo 26 e 27, já no início de 2000.



Central exerce diretamente o controle sobre o mercado de capitais.

Os diferentes enfoques parecem mais complementares do que excludentes, mostrando a complexidade do tema. Elementos combinados de natureza diversa - histórica, cultural, econômica, política, institucional e jurídica - parecem explicar a inércia e os movimentos dos regimes de propriedade. Extensa genealogia em fundadas raízes torna nada óbvio inferir sobre a resultante de qualquer movimento espontâneo ou induzido em direção a um novo padrão de propriedade ou mesmo a um outro sistema de governança. Ainda assim, conhecer e identificar a presença destes ingredientes ajuda a situar em perspectiva estas iniciativas.

### *Propriedade – Dispersão e Concentração*

Tipicamente, a estrutura de propriedade dispersa é aquela em que cada acionista possui uma fração reduzida do capital social. As vantagens deste modelo residem no fato de ele vir associado a um ambiente institucional favorável, de regras estáveis e proteções legais desenvolvidas, pré-condições, como vimos, para o surgimento desta estrutura. Este padrão de propriedade está presente nos mercados onde as companhias são melhor avaliadas e onde há maior liquidez. Com o poder de controle capilar e, portanto, potencialmente disponível no mercado, a dispersão acionária permite a atuação do mercado de capitais como agente disciplinador dos executivos e promotor de maior eficiência alocativa, com resultados comprovados sobre o desenvolvimento econômico e o bem-estar social<sup>6</sup>.

O outro aspecto da dispersão é que ela produz um problema de ação coletiva ao inibir a capacidade do acionista individual de influenciar as decisões corporativas, além de desestimulá-lo a exercer a função de monitoramento sobre o andamento dos negócios. Acionistas respaldados por segurança jurídica e com reduzida participação no capital social permitem-se não se envolver nos processos de decisões sobre os negócios corporativos, a cargo de profissionais por eles eleitos. Tornam-se então investidores diversificados, com grande agilidade de movimentação de seus portfólios. No caso de insatisfação com a gestão de determinada empresa, preferem “votar com os pés”: vendem suas ações num mercado líquido, elegendo outro time de gestores,

de outra companhia. De qualquer forma, quando os incentivos de monitoramento são baixos e a gestão da companhia é terceirizada nas mãos de profissionais cuja agenda muitas vezes difere daquela dos acionistas, tem-se instalado um potencial conflito de interesses. Exatamente por esta brecha, surgiram os grandes escândalos corporativos nos EU – Enron, WorldCom, Global Corning, Tyco, Adelia, etc. Os problemas de governança corporativa deste modelo surgem então entre acionistas e executivos<sup>7</sup>.

Apesar do sistema de dispersão acionária ser tomado como referência de padrão de propriedade nos livros-texto de finanças corporativas, desde a publicação do clássico seminal de Berle e Means (1932), na realidade, são muitos raros os países onde este se verifica. Estudos comparados apontam para a grande predominância do modelo de propriedade concentrada, tanto em países desenvolvidos, quanto emergentes (LLSV 1998).

No modelo de concentração da propriedade, um acionista ou um pequeno número de acionistas, geralmente reunidos em acordo, consegue obter de forma direta ou indireta a maioria do capital votante, assumindo assim o comando das decisões corporativas. Em geral, esta participação concentrada representa parte importante da riqueza pessoal deste acionista que terá grande incentivo em exercer as funções de controle e monitoramento dos negócios. Bolton e von Thadden (1998) lembram que a vantagem da vigilância do bloco de controle é que ela se dá de uma forma contínua (*on going*). Coffee (1999) sugere que o ativismo dos acionistas é proporcional ao tamanho da concentração das propriedades. Assim, a motivação tradicional para a concentração é que ela reduz o problema de bem público associado ao monitoramento. Quanto maior o tamanho da participação, maior o retorno pessoal do monitoramento (Dyck 2000). Estudos específicos em países de propriedade concentrada sugerem que a presença de um bloco de controle coeso pode produzir resultados positivos para todos os acionistas (p. e., Edwards e Weichenrieder 1999 - Alemanha, Earle, Kucsera e Telegdy 2004 - Hungria). Por outro lado, quanto maior a dispersão dentro do bloco de controle menor o *valuation* da companhia (Laeven e Levine 2006).

Comparado ao sistema de dispersão acionária, a concentração da

propriedade tem custos óbvios: i) não há mais separação e especialização baseadas nas vantagens competitivas entre aqueles que provêm gestão e aqueles que provêm capital para investir. Há um gerenciamento de risco inferior e menor disponibilidade de pool de capitais (Dyck 2000); ii) há perda de liquidez com resultante declínio no preço das ações (Bolton e Von Thadde (1998); iii) é mais difícil trocar o controle. Se os controladores e os executivos por eles escolhidos estão tendo uma performance decepcionante, haverá perda de valor; iv) quando a concentração de poder é maior do que o interesse econômico, reduzem-se os incentivos para usar o controle em favor dos minoritários e os investidores costumam impor um desconto sobre estas empresas (Lins 2002).

Em tese, neste sistema, acionistas fora do bloco de controle poderão se beneficiar, pegando carona no esforço de vigilância do controlador diligente, empenho este proporcional ao seu interesse econômico no negócio. Por outro lado, o poder de controle pode ser exercido em benefício próprio, a expensas dos demais acionistas. E aqui, a situação do minoritário-refém adquire contornos dramáticos, enredo recorrente na vida de investidores no Brasil, que tivemos oportunidade de narrar em várias Cartas passadas. Sabemos ainda que o controle pode ser exercido mesmo por uma fração reduzida do capital total, seja através do uso extensivo de ações preferenciais sem direito a voto, de uma estrutura piramidal (*holdings*) ou de participações cruzadas. Estudos empíricos mostram que os benefícios privados do controle costumam variar inversamente com o montante de interesse econômico do controlador. Ou seja, quanto mais extensa for a segregação entre poder e propriedade, mais hermético será o bloco de controle e, portanto, mais remota seria a possibilidade de uma eventual dispersão acionária (Bebchuk 1999).

Na linha de LLSV, um julgamento de valor adequado sobre o modelo de estrutura de propriedade não deve prescindir de uma análise do sistema legal. Assim, vejamos. Onde há boa proteção legal e dispersão acionária, o sistema é estável, eficiente, e tende a gerar benefícios de valor e liquidez para os acionistas – desde que os interesses dos executivos estejam alinhados. Neste mesmo ambiente jurídico favorável, quando a propriedade

(6) Conforme tivemos oportunidade de discutir na Carta passada.

(7) É interessante observar que a reação a estes desvios levou ao endurecimento da regulamentação no mercado americano, através da Lei Sarbanes-Oxley, o que ilustra e corrobora o ponto de Mark Roe visto acima, sobre a prevalência da produção legislativa na sociedade contemporânea.

é concentrada, em tese, haverá um menor receio por parte dos controladores de terem suas participações caírem até um nível que não mais lhes garantam o poder de controle, pois, neste caso, sabem que não serão expropriados na nova situação de não-controladores. (LLSV 1998). Ainda assim, mesmo que a boa proteção legal possa representar um incentivo à promoção da dispersão, diversos países nesta condição institucional permanecem apresentando uma estrutura de controle concentrada (Nova Zelândia, Canadá, Hong Kong). Ou seja, proteção legal surge como condição necessária, mas não suficiente para a dispersão. Outros ingredientes parecem importar: instituições complementares de governança, como estrutura política, autoridade judicial, reputação de intermediários, regime fiscal, etc.<sup>8</sup>.

Quando o regime é de baixa proteção, uma eventual situação de dispersão acionária torna-se instável, pois haverá espaço para que *raiders* possam tomar o controle no mercado e expropriar minoritários na sequência (Bebchuk 1998)<sup>9</sup>. Ainda neste ambiente de fragilidade institucional, o controlador terá ampla oportunidade de se apropriar de benefícios privados de controle, o que costuma implicar em expropriação de valor dos minoritários. Por outro lado, se o controlador for diligente e probo, poderá substituir os mecanismos de governança ausentes fazendo com que todos os acionistas estejam em melhor posição (Lins 2002). Ou seja, quando a proteção legal é fraca devido a debilidades institucionais, as vantagens da 'identificação'<sup>10</sup> e da concentração podem eventualmente compensar os custos. Neste aspecto, a estrutura de propriedade pode prover as funções de governança corporativa (Dyck

2000). Assim, se a concentração de controle não é a única opção viável em países com pouca proteção legal, pode ser mais eficiente do que esforços para introduzir dispersão acionária (Coffee 1999), pois, neste caso, a concentração pode apresentar vantagens comparativas sobre a dispersão em prover informação, gerir incentivos e reduzir custos de resolver demandas que competem sobre a riqueza da firma. (Dyck 2000)<sup>11</sup>.

Sem dúvida, o esforço pioneiro da Bovespa e o sucesso de adesão das companhias aos regimes diferenciados de governança corporativa devem ser reconhecidos como um dos marcos institucionais de desenvolvimento do nosso mercado de capitais. Pela primeira vez no país, cria-se um ambiente onde se possa vislumbrar a possibilidade econômica de

coincidência, as companhias de fato com controle disperso no Brasil estejam todas listadas sob as regras do Novo Mercado. Para aqueles que preferam atribuir tal sucesso à coincidência do momento de ampla liquidez nos mercados de capitais globalizados, o argumento sobre a importância fundamental da abertura dos mercados também merece ser lembrado (Rajan e Zingales).

Além da ruptura das condições estabelecidas, o controle disperso impõe-nos o desafio adicional de adaptação a uma nova prática de relações societárias, onde a assembléia de acionistas passa a ser o principal fórum de governo da companhia. É interessante lembrar que os nossos documentos legais já contêm os principais direitos necessários para que os acionistas tenham livre acesso às assembleias e lá possam exercer adequadamente a representatividade de seus votos<sup>12</sup>. Neste caso, o arranjo institucional nasceu moderno, avançando à práxis. E aqui reside nossa apreensão: o hábito do controle concentrado formatou um padrão de acionista desabitado a participar diretamente das decisões corporativas e um tipo de conselheiro de administração/diretor condicionado a agir dentro de um espectro de orientação pré-formatada pelo

acionista controlador. Ou seja, não temos por aqui uma massa crítica de investidores verdadeiramente ativos, nem muito menos um mercado de trabalho de *directors* qualificado para estas novas atribuições. Lembramos, por exemplo, a dificuldade das Lojas Renner de, no início, obter quorum para votar assuntos de sua pauta ordinária. Por outro lado, há que se esperar que, com o tempo e à medida em que mais companhias caminhem nesta direção, a oferta de profissi-

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até dezembro de 2006*

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	472,25%	354,22%	224,15%
36 meses	157,19%	141,22%	100,06%
24 meses	70,33%	86,57%	69,91%
12 meses	36,80%	35,92%	33,73%
3 meses	17,57%	22,77%	22,02%

Valor da cota em 29/12/2006 = R\$ 146,979245606

quebra do bloco de controle e onde os investidores se permitam pagar na frente pelo crescimento projetado. Neste sentido, o instituto do Novo Mercado ilustra os argumentos da importância de iniciativas privadas forjadoras de mecanismos auto-regulatórios (Coffee) que possam determinar algum tipo de ruptura no padrão convencional/inercial de estrutura de governança (*path dependence* – Bebchuk e Roe) e, assim, pavimentar o caminho em direção à dispersão acionária. Não por

(8) Hopner e Jackson (2004) sugerem que a mudança do regime fiscal eliminando a taxa sobre ganhos de capital em 2002 na Alemanha foi um fator importante para permitir que os bancos comesçassem a desfazer-se de grandes blocos de participações. Há poucas dúvidas também sobre o importante papel que o imposto sobre heranças desempenhou como incentivo à dispersão do controle das empresas familiares nos Estados Unidos.

(9) Este parece ter sido o caso da Polônia que promoveu um processo de privatização com pulverização do capital, sem assegurar condições mínimas de boa governança. Rapidamente, frente ao desempenho ruim da nova gestão, alguns acionistas conseguiram adquirir o controle das empresas pagando no mercado um preço inferior ao da privatização.

(10) É notório o fato de que o acionista minoritário costuma atribuir valor à 'identidade' e à reputação do controlador. Neste sentido, soa como despropósito que uma empresa tenha recentemente vindo a público no Brasil reservando-se o direito que não divulgar a identidade de seu principal acionista, preservado sobre as regras de sigilo de incorporação em paraíso fiscal. Não por menos, o preço de distribuição aceito pelo mercado ficou 30% abaixo do piso do intervalo sugerido, impondo à empresa o maior desconto na largada neste nosso ciclo de IPOs.

(11) Neste momento, cabe uma alusão à semelhança dos *trade-offs* entre os regimes de propriedade (dispersão e concentração) e os sistemas de governo (democracia e despotismo esclarecido). Se a democracia é um regime mais equitativo na partida, pode-se imaginar a situação em que um déspota esclarecido exerça um governo com extrema competência e justiça, evitando desgastes inerentes ao processo de barganha política, bem como os custos sociais de monitoramento, próprios do regime democrático. Neste caso ainda, o interesse do déspota em promover um bom governo lhe asseguraria a possibilidade de permanência no poder, enquanto que nas democracias modernas os mandatos do Executivo, por definição, têm prazo de validade.

(12) Na Carta Dynamo n. 30 referente ao 1o trimestre de 2001, sobre pulverização do capital, tivemos oportunidade de listar estes principais direitos: voto cumulativo, voto por procuração, pequeno percentual de ações necessário para convocar uma AGE (e possibilidade de redução deste quorum art. 136), acesso à lista de acionistas e limitações vigorosas para o impedimento do direito de voto antes de uma assembleia.

onais qualificados deverá se ajustar à nova realidade da demanda.

A estrutura de propriedade de determinado país possui raízes histórico-institucionais profundas e o regime de governança dela derivado não pode ser desenhado a partir da simples imitação ou justaposição de padrões externos considerados ideais. Como vimos, uma discussão criteriosa sobre dispersão ou concentração da propriedade está longe de se reduzir a uma simples escolha binária, mutuamente excludente. Se a ausência de dispersão acionária não autoriza *ex ante*

a condenação de um modelo de governança, nem impõe na partida um desempenho inferior do mercado de capitais, este mesmo modelo de capital concentrado, admitidos aperfeiçoamentos legais, pode trazer resultados satisfatórios de valor e liquidez, a exemplo de outros países. Ainda assim, apontar para o norte da dispersão acionária parece desejável, pois sugere que as condições de navegação – proteção legal e tratamento equitativo – deverão ser favoráveis, desde que acompanhadas da presença essencial do mercado de controle corpo-

rativo. Por fim, importa que os regimes de governança estejam atentos aos sinais emitidos pelas exigências da competição global e possam incorporar avanços que produzam um menor custo de capital para as companhias. Desta forma, o mercado vai se encarregando de selecionar as estruturas mais adaptadas, permitindo inclusive a co-existência de regimes distintos, em momentos de transformação.

Rio de Janeiro, 23 de março de 2007.

## *Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100* (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 519.866.854,14

(\*) 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, visite nosso site: [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO  
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031  
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720