

Proxymidade

A motivação primária desta Carta surgiu a partir de problemas que vimos presenciando nas assembleias das companhias causados em parte pela atuação das chamadas empresas prestadoras de serviços de aconselhamentos de votos por procuração (daqui em diante, PAFs, abreviatura do inglês, *proxy advisory firms*). Na primeira parte, trazemos dois episódios afastados no tempo, cujo contraste sintetiza o debate de visões antagônicas que se segue, quando apresentamos de forma mais conceitual os principais argumentos de uma polêmica que se arrasta por décadas no mercado americano e dificulta um posicionamento mais definitivo sobre a atuação das PAFs. Na segunda parte, nos voltamos para nossa experiência prática no Brasil, onde a ambiguidade se dissipa e a fratura de uma atuação incompleta emerge de forma mais explícita. No final, arriscamos algumas sugestões a fim de tentar buscar um melhor arranjo de governança para todos os envolvidos.

Na virada do milênio, vivíamos momentos de uma particular efervescência em nosso mercado de capitais: a discussão da reforma da Lei das S.A. corria a todo vapor, a CVM assumia uma postura mais ativa na defesa dos direitos dos acionistas minoritários e a Bolsa preparava o lançamento do Novo Mercado. Dentro das nossas limitações, a Dynamo buscou participar intensamente deste movimento de modernização institucional que se mostrou transformativo. Nossa atuação se dava não apenas através do exercício cotidiano da representatividade fiduciária junto às companhias, mas também no esforço por mobilizar os demais investidores institucionais e na interação técnica com os agentes reguladores. Registros desta atuação podem ser encontrados nas Cartas Dynamo daquele período e até nos anais de uma chamada para contribuições de agentes-especialistas no âmbito das discussões para atualização da nossa lei societária no Congresso Nacional.

Outra iniciativa, talvez menos lembrada, mas para nós não menos marcante, foi a decisão de promover e prefiar a edição em português do livro de Hillary Rosenberg de 1999, *"A Traitor to His Class"*, publicado no ano seguinte pela Editora Campus, sob o título: *"Mudando de Lado: A*

Luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa nos EUA".

No prefácio, dizíamos: *"Independentemente das razões de negócios, a defesa de princípios organizadores dos mercados de capitais nos pareceu sempre uma boa causa e a ela passamos a dedicar boa parte da nossa atenção. Aqui começa o encontro da Dynamo com Robert A. G. Monks e a sua luta pela governança corporativa nos Estados Unidos"*. O livro narra a *"saga pessoal"* de Monks, buscando despertar os investidores institucionais americanos, até então acionistas minoritários dispersos e acanhados, e fazê-los assumir seus papéis de verdadeiros *"proprietários"* das companhias de capital aberto. Apesar das diferenças nos regimes de propriedade – lá, com o predomínio do capital disperso, aqui, o controle definido – aprender com a experiência de um pioneiro, que seria conhecido como o *"empreendedor do conceito de governança corporativa"*, parecia-nos na altura uma oportunidade única. Divulgar esses aprendizados, uma quase-obrigação.

Nesta jornada repleta de obstáculos e acidentes, Monks criaria em 1985 a *Institutional Shareholders Services (ISS)*, cujo *"objetivo era prestar assistência aos planos de pensão e aos respectivos gestores, no cumprimento do dever fiduciário de votar durante a temporada de procurações. A empresa analisaria os assuntos constantes das procurações, referentes à governança corporativa, como defesas antiaquisições, remuneração de conselheiros e executivos e práticas de greenmail, com base num conjunto de princípios a serem determinados, e apresentaria suas recomendações sobre a decisão de voto. Tais serviços seriam prestados no interesse da missão maior de Monks: induzir os proprietários das empresas a sentir e a agir como proprietários"* (Rosenberg, 2000)¹.

O momento era muito oportuno. Após uma temporada intensa de aquisições hostis e tomadas de controle viabilizadas por arranjos financeiros *"agressivos"* (LBOs), o *establishment* corporativo na América reagiu. Auxiliados por

¹ Como de costume, a fim de tornar o texto mais fluido, remetemos as referências bibliográficas completas para o nosso site, <https://www.dynamo.com.br/>

advogados criativos, uma série de inovações foram desenvolvidas, dando origem a um repertório de mecanismos de “proteção” automáticos, como *poison pills*, *greenmails*, *golden parachutes*, conselhos escalonados, entre diversos outros que retiravam poder e voz dos acionistas em circunstâncias cruciais quando se decidia o destino das companhias. A ISS surgiu neste contexto turbulento, com a missão de resgatar o direito de protagonismo dos acionistas, agindo como “principais” e não como meros “agentes” coadjuvantes. Os obstáculos enfrentados por Monks – e por sua sócia da primeira hora, Nell Minow – não foram pequenos e são narrados com minúcias no livro, como a ferrenha campanha promovida pelo chairman e CEO da Sears a fim de evitar que o “ativista” intruso chegasse ao conselho. A imagem da resistência das grandes corporações, flagrante da dimensão do desafio de enfrentamento, ficou registrada na frase emblemática do CFO da Sears. Escutando Monks para uma reunião decisiva na sede da companhia, quando a porta do elevador se abriu, o executivo disparou: “Essa é a primeira vez que más notícias passam do 77º andar”.

Bob Monks faleceu recentemente, em abril, aos 91 anos. Seu obituário foi inventariado com extensos reconhecimentos, à altura de uma atividade profissional tão intensa quanto longeva. Além de servidor público, empreendedor e ícone da governança corporativa, foi escritor prolífico e político atuante, tendo concorrido para o Senado americano no Estado do Maine por três ocasiões.

Em 22 de abril de 2025, em documento intitulado “Carta aos Acionistas da Eletrobras”, a companhia publicou no site de relações com investidores um aviso assinado pelo presidente do Conselho de Administração tecendo considerações críticas a respeito da atuação da ISS no processo de recomendação de votos para eleição dos membros do colegiado por ocasião da AGO na semana seguinte. Embora não sejamos acionistas da Eletrobras, costumamos acompanhar com atenção casos de interesse como este.

Segundo o sr. Falconi, a Eletrobras tentou, sem sucesso, contactar por diversas vezes os representantes da ISS, dispendo-se a oferecer esclarecimentos essenciais a fim de justificar as recomendações de voto. A companhia teria promovido “um processo de avaliação abrangente e de nomeação rigoroso, alinhado com os objetivos estratégicos (...), conduzido de forma diligente pelo CA e liderado pelo comitê de pessoas e de governança”.

No entanto, a ISS recomendou votos nos candidatos dos acionistas dissidentes, argumentando simplesmente que eles “provavelmente trariam maior independência e

diversidade”. Segundo a Eletrobras, “*dado que o grupo de acionistas dissidentes não apresentou uma justificativa convincente para a mudança (nenhuma justificativa real foi apresentada) ou justificou como seus candidatos agregariam valor ao Conselho, não está claro como eles agregariam valor a Companhia”*.”

E ainda, a partir de determinadas disposições previamente contratadas pela Eletrobras (cujos detalhes veremos mais à frente), como corolário da recomendação da ISS, este grupo de acionistas, segundo a companhia, em parte identificados como não sendo investidores de longo prazo, com pouco mais de 10% do capital social da companhia, teria direito a eleger 43% dos assentos do conselho, uma assimetria bastante incomum, que reforçou o repúdio da companhia:

“A Eletrobras discorda fortemente da recomendação da ISS, que favorece de forma desproporcional os candidatos dissidentes, sem fornecer uma análise substantiva para apoiar essa recomendação, especialmente considerando que nenhum elemento que justificasse a mudança, foi apresentado pelo grupo dissidente, seja para a Eletrobras, para a ISS ou publicamente. A recomendação da ISS, não deu a devida importância a ausência de habilidades específicas e novas ideias entre os candidatos dissidentes e, mais importante, às ações que a Eletrobras está tomando para destravar valor para a Companhia.

Notadamente, “um plano alternativo” para a Companhia que seria melhor para os acionistas do que a estratégia atual do Conselho não foi apresentado. Certamente, não um que justifique a substituição de quase 50% do Conselho de Administração”.

Diante do exposto, o presidente do conselho solicita que cada acionista vote “A FAVOR” dos candidatos indicados pela companhia e “ABSTENHA-SE” dos candidatos dissidentes.

Há algum tempo considerávamos tratar em nossas Cartas da atuação das PAFs. O posicionamento público de uma companhia listada no Brasil, com um tom fortemente crítico em relação à atuação da ISS, trouxe à tona nossas lembranças favoráveis de um passado mais distante, justamente na semana em que o fundador, pioneiro de mudanças importantes, veio a falecer. No contraste de fatos e experiências tão díspares, vimos um momento oportuno para reunirmos essas reflexões.

A Carta não pretende recontar a trajetória empresarial da ISS, ou de como aqueles nobres propósitos iniciais

poderiam ter se diluído pelo caminho. Ao que nos consta, Monks desfez-se de sua participação na ISS já no começo dos anos 1990s, possivelmente quando decidiu enfrentar sua terceira campanha eleitoral. Desde então, o controle da empresa já trocou de mão algumas vezes. Thomson Financial, Warburg Pincus, RiskMetrics, MSCI, Vestar Capital, Genstar Capital e Deutsche Borse, são alguns dos acionistas de referência que conseguimos identificar ao longo do tempo. Em nossa última Carta, a propósito da jornada da Rede D'Or, enquanto ressaltávamos a coesão da cultura da companhia, dissemos: “cultura empresarial é um aspecto de avaliação subjetiva de grande importância. Não são raros os casos de empresas que ao atingir determinado porte veem suas culturas se esvaírem junto com o dinamismo dos anos iniciais” (Carta Dynamo 125). Sem entrar no mérito do caso específico da Eletrobras, do qual não participamos diretamente, assumindo como nos parece correto o relato do *chairman* da companhia, nada mais distante dos propósitos fundacionais da ISS do que tratar o processo de eleição do conselho com tamanha ligeireza, vindo a apoiar uma mudança substancial de representatividade encampando candidatos sem adequado embasamento nem devida transparência.

Como vimos acima, a ISS surgiu como uma *startup*, a partir de um *insight* empresarial de seu fundador, que reconheceu a oportunidade de oferecer um serviço inédito, primeiramente para os fundos de pensão americanos, que se estendeu a seguir para outros investidores institucionais. Trata-se de uma inovação espontânea, que emergiu como solução de mercado, a fim de arbitrar a enorme distância entre propriedade e poder em um ambiente em que o tema da governança corporativa apenas engatinhava².

Desde então, a atividade prosperou a passos largos, beneficiada por uma combinação de fatores, entre os quais destacamos: (i) a tendência à “institucionalização” da atividade de investimento, com o crescimento gradual e contínuo da participação dos investidores institucionais ganhando relevância relativa sobre os investidores de varejo; (ii) o incremento no número e na complexidade das propostas submetidas a voto nas assembleias, refletido na espessura do material dos *proxy statements* a serem analisados; (iii) o aumento das iniciativas de ativismo, exigindo dos acionistas maior frequência e escrutínio em decisões capitais; (iv) a tendência de maior globalização dos investimentos; (v) o impulso regulatório, através de sucessivos instrumentos normativos, que ao estabelecer um repertório de obrigações

legais para os investidores institucionais, consolidou um incentivo à contratação dos serviços das PAFs.

Sobre este último aspecto, algumas decisões regulatórias merecem destaque. A primeira data de 1988, na chamada “Carta Avon” do *Department of Labor*, afirmando que “o ato fiduciário de gestão dos ativos dos planos que são ações de companhias deveria incluir a votação das proxies referentes a essas ações” (DoL, 1994). Ou seja, como parte integrante de suas obrigações fiduciárias, os responsáveis pela gestão dos planos de aposentadoria sujeitos à regulação da ERISA devem exercer o direito de voto, independente da materialidade da questão. Mais à frente, em 2003, através da Regra 206(4)-6, a SEC requereu que as companhias de investimentos, gestoras dos fundos mútuos, dessem transparência sobre seus votos, obrigando-as a registrá-los junto ao regulador, além de exigir que os resultados das votações fossem disponibilizados para seus cotistas. No ano seguinte, através de duas “no-action letters”, a SEC clarificou que os *investment advisors* poderiam transferir a tarefa de revisão do *proxy statement* e o processo de votação para uma “terceira parte independente”. Especialistas identificam neste ato regulatório o estabelecimento oficial da atividade das PAFs. Fica claro com esta iniciativa que o regulador oferece um salvo-conduto de *compliance* para que os investidores institucionais se equilibrem entre cumprir suas obrigações fiduciárias ao mesmo tempo em que evitam acusações de conflitos de interesses, enquanto exercem a autoridade de votar em nome de seus clientes. Ainda nesse momento, a SEC entendeu que não seria obrigação dos gestores averiguar o mérito das relações entre PAFs e emissores, ou seja, deixou espaço para que as PAFs oferecessem serviços de consultoria de governança e ao mesmo tempo de aconselhamento de voto. A seguir, a regulação veio contribuir também para um aumento na complexidade das votações. Exemplo foi o Dodd-Frank Act em 2010 que exigiu que os *investment advisors* deveriam votar em todas as matérias que tratassem da remuneração dos executivos (*say on pay*).

A obrigação fiduciária dos investidores institucionais de atuar como prepostos do melhor interesse de seus clientes, no que diz respeito ao exercício do direito de voto, se dobra na prática na tarefa de analisar e votar cada uma das propostas levadas para apreciação nas assembleias gerais das companhias investidas. Trata-se de uma exigência que envolve minúcia e demanda tempo. Requer apreciação de uma extensa documentação, muitas vezes versando sobre matérias específicas, além de demandar diligência para percorrer as etapas formais de comprovação de documentos e adequado preenchimento dos boletins de voto. Como dificuldade adicional, vale lembrar que as assembleias se concentram em um curto intervalo de tempo. Nos Estados Unidos, tipicamente, a temporada vai de abril a junho.

2 Registrar este ponto é importante porque, como veremos à frente, os críticos mais ácidos das PAFs afirmam que a atividade foi resultado exclusivo de produção regulatória, e como tal, precisa ser desfeita também por ação normativa. O que não é verdade, já que a fundação ISS precede a regulação específica.

Neste período, em 2023, ocorreram 82% das assembleias das companhias participantes do índice Russell 3000. No Brasil, a concentração é ainda mais dramática: ano passado, 90% das assembleias ocorrem no mês de abril, sendo 23% apenas no dia 30 deste mês, o limite do prazo legal. De forma similar, também em 2024, o Japão registrou 30% do total de assembleias em um único dia. Essa compressão do tempo hábil se torna particularmente problemática para os grandes investidores diversificados que por vezes precisam acompanhar centenas e até milhares de assembleias, muitas vezes em inúmeras jurisdições.

A combinação desses elementos faz com que o efetivo cumprimento da obrigação legal de examinar e votar nas matérias se transforme em tarefa onerosa de enorme complexidade, talvez nem sempre viável de ser executada com a diligência necessária. Por outro lado, sabemos que uma parte relevante dos investidores não tem desejo, ambição ou mesmo mandato de participar das decisões dos negócios. Seja porque são pouco representativos no capital social, seja porque integram veículos passivos, estratégias sistemáticas ou até admitidamente não se interessam pela jornada de longo prazo da companhia. Em Cartas Dynamo recentes (123 e 124) tratamos do crescimento vertiginoso das estratégias sistemáticas e passivas, e como os ETFs se tornaram tão dominantes. Em contrapartida a uma proposta de gestão automática/algorítmica, sem qualquer mérito discricionário, estes veículos costumam competir entre si cobrando taxas baixas. Ou seja, para esses participantes, os benefícios percebidos na diligência dos votos são difusos e sua estrutura de *fees* não comporta os custos de internalizar essas incumbências. Já para os investidores de longo prazo, com interesse genuíno na produção de votações ponderadas, a dificuldade que se coloca é a do *carona* (*free-rider*): o investidor individual arca com os custos privados da diligência, enquanto o benefício de uma boa votação é partilhado com todos os demais. Em tese, esse problema de ação coletiva pode desincentivar a produção de informação, resultando em votações piores para todos.

E assim nos deparamos com um imbróglio. Por um lado, os acionistas das companhias abertas precisam expressar seus direitos de governança através dos votos nas assembleias anuais. Os votos, bem fundamentados e refletindo a diversidade de preferências dos acionistas, são a base para a legitimação das decisões corporativas. Por outro lado, questões que envolvem interesses, mandatos e incentivos difusos conspiram contra a boa execução desses princípios. É neste contexto que surgem as PAFs como possível solução de mercado para aumentar a eficiência e a qualidade dos votos dos fundos e ao mesmo tempo reduzir os custos de aquisição de informações, melhorando o *economics* e o incentivo à participação. Não por acaso, o regulador,

reconhecendo o dilema, endossou esta inovação que havia surgido de forma espontânea, prevendo formalmente que as tarefas pertinentes ao processo de votação pudessem ser executadas por terceiros especializados, outorgados com os devidos poderes de procuração.

A partir da combinação destes fundamentos econômicos e impulsos regulatórios, a atividade das PAFs prosperou firmemente. Uma característica intrínseca ao negócio é a escalabilidade, já que as tarefas de produção de informação e de facilitação de transmissão de votos são escaláveis, fazendo com que os custos fixos se diluam à medida em que os serviços se difundem. Adicionalmente, para os clientes maiores, com operações em diferentes geografias, um prestador de serviço global tem muito valor, pois supera a necessidade de contratar vários *players* locais. Sendo assim, o arranjo evolutivo de organização da indústria levou a uma formação em que os dois maiores participantes detêm atualmente cerca de 90% do mercado global. São eles a ISS, pioneira, operando como vimos desde 1985 e a Glass Lewis, que surgiu em 2003, ambas com sede nos Estados Unidos. Como *first mover*, a ISS expandiu principalmente de forma orgânica, sempre se mantendo líder do mercado. Já a GL atravessou uma longa jornada de aquisições de participantes locais, entre eles: Esgaia (Suécia), CGI (Austria), IVOX GmbH (Alemanha), Alembeks (Espanha) e Proxinvest (França).

Com tamanha dominância de mercado e sob o entendimento disseminado de que as duas principais PAFs teriam um poder substancial de influenciar os resultados das votações e, em consequência, o desenho de governança e o próprio destino das companhias, a atuação destas empresas tem sido marcada por ferrenho debate, entre críticos e defensores.

De forma resumida, as principais acusações/objeções são as seguintes:

- (i) Conflito de interesses: as PAFs são empresas que visam lucro (*for-profit*), que além dos serviços de aconselhamento de votos, passaram (notadamente a ISS) a prestar também serviços de consultoria de governança para as companhias (emissoras). De forma prática, o conflito é assim descrito: com o braço de *proxy advisory*, a PAF emite uma recomendação de voto negativa, rejeitando, por exemplo, o desenho de remuneração dos executivos. Com o braço de consultoria, ela oferece uma solução para que o cliente enderece o problema. Outra manifestação do conflito seria quando a companhia já é cliente do serviço de consultoria de governança, e aí, em tese, haveria um comprometimento de objetividade dado o incentivo a preservar essa relação evitando recomendações contrárias;

- (ii) Dúvidas sobre a qualidade dos aconselhamentos: As PAFs usam diretrizes gerais e políticas baseadas em referências que acabam gerando *de facto* padrões de governança a partir dos quais as companhias devem orientar suas ações. O uso de *benchmarks* leva a uma abordagem não-diferenciada, tipo “tamanho único” (*one-size-fits-all*);
- (iii) Esta falta de granularidade levaria a um elevado percentual de imperfeições e erros. Alguns críticos citam pesquisas onde 42% dos entrevistados dizem identificar algum tipo de erro factual ou omissão (Society for Corporate Governance, 2019), outros mencionam que até 95% dos entrevistados afirmam que as PAFs forneceram informações incompletas para os investidores (Business Roundtable, 2023);
- (iv) Falta de transparência nos critérios utilizados pelas PAFs, principalmente nas metodologias que respaldam recomendações de voto contrários. Uma reclamação recorrente das companhias é que na prática elas não dispõem de tempo suficiente para debater e apresentar esclarecimentos, já que as PAFs não oferecem oportunidade suficiente para interlocução. Antecipando alguns parágrafos, à luz da nossa experiência no Brasil, esse desprezo prático pelo diálogo franco com os demais interlocutores nos parece uma crítica central à atuação das PAFs;
- (v) Elevado poder de influência das PAFs, essas “misteriosas empresas privadas que controlam a América corporativa” (Celarier, 2018). Analisando o padrão de votação de amostras diversificadas, estudos estatísticos concluem que na prática a grande maioria dos investidores institucionais simplesmente terceiriza suas decisões de voto para as PAFs³. Por vezes, os votos são enviados através das plataformas eletrônicas proprietárias das PAFs, que oferecem uma funcionalidade adicional para os investidores-usuários, facultando-os a acompanhar suas recomendações através do acionamento de um simples comando. Essa adesão “automática” às recomendações das PAFs ficou conhecida como *robo-voting*. Alguns advogados suspeitam que o expediente de *robo-voting* fere o cumprimento da obrigação fiduciária (Brannon, 2018);
- (vi) A despeito deste elevado poder de influenciar votos, as PAFs enfrentam apenas “modesta regulação” e não têm interesse econômico direto no resultado dos votos;
- (vii) Estudos acadêmicos não encontram evidências empíricas (Daines et. al, 2010; Larker et al., 2015) de que as diretrizes de orientação de votos e políticas de governança das PAFs estariam associadas a um aumento de valor para os acionistas, a uma melhoria efetiva na

governança das companhias ou a avanços significativos na implementação da agenda social defendida por elas;

- (viii) A grande concentração de mercado das duas maiores PAFs estabelece na prática um duopólio na indústria.

Diante deste repertório de detrações acumuladas ao longo de duas décadas, as PAFs e seus aliados trataram de construir argumentos de defesa:

- (i) As PAFs surgiram precisamente para endereçar o problema de conflito que se verificava quando investidores institucionais apoiavam a administração das companhias buscando preservar seus interesses ao invés de representar os interesses de seus clientes. Os serviços de compilação de dados e elaboração de *rankings* de governança não são usados como elementos na confecção dos votos. São simplesmente oferecidos aos clientes e estes os utilizam ou não em suas próprias análises;
- (ii) O tom mais elevado contra a atuação das PAFs vem geralmente de grupos cujos interesses estão alinhados às companhias e não dos clientes que pagam pelos serviços. As recomendações contra a administração das companhias, que representam “apenas” cerca de 4% do total de votações submetidas, nunca são bem acolhidas pelo *establishment*;
- (iii) Alguns grupos de investidores institucionais defendem com afinco o papel das PAFs, asseverando que a terceirização deste serviço se torna indispensável para que eles possam cumprir as exigências regulatórias de votar em cada matéria em inúmeras companhias de seus portfólios. Já os simpatizantes das bandeiras da governança e da *stewardship* acreditam que as PAFs exercem papel fundamental na democracia dos acionistas. Funcionam como uma instância de supervisão, uma prestação de contas adicional das companhias, aumentando a *accountability* e ajudando a reduzir desalinhamentos;
- (iv) Inexistem barreiras artificiais na indústria. A história mostra que vários novos entrantes tentaram se estabelecer num mercado que se mostra aberto à competição. Além disso, os serviços das PAFs são adquiridos exclusiva e voluntariamente por profissionais sofisticados, atuando em um setor altamente competitivo, que se submetem às regras de dever fiduciário e a padrões legais rigorosos. Se estes clientes qualificados continuam adquirindo os serviços é porque enxergam valor. Na mesma direção, alguns dos grandes gestores de recursos como BlackRock, Fidelity, Vanguard e State Street já estabeleceram uma estrutura interna responsável pela diligência dos votos de suas famílias de fundos. Essa solução *in-house* representa uma contrapartida a um suposto poder do “duopólio” na indústria, podendo eventualmente no futuro ser oferecida como prestação de serviços para terceiros. Além do quê, há evidências de que ISS e GL divergem em muitos

3 Veremos a discussão dos artigos acadêmicos mais à frente.

votos e que um número expressivo de clientes adquire os serviços de ambas;

- (v) O trabalho das PAFs consiste em sintetizar dados, analisar os *proxy statements* e formular recomendações de votos que fluem das políticas e diretrizes dos clientes. De fato, a maior parte dos grandes investidores institucionais contam com seus próprios princípios de governança, a partir dos quais as PAFs elaboram recomendações sob medidas para cada um desses clientes em particular. Ou seja, esses investidores de grande porte constroem internamente uma visão de como acessar as matérias a serem votadas, usando as PAFs para assisti-los na administração dos votos, ao invés de simplesmente usar as diretrizes gerais dessas empresas;
- (vi) Sendo assim, o poder de influência das PAFs sobre os votos dos investidores seria bem menor do que alguns estudos acadêmicos sugerem. Os analistas estariam confundindo correlação com causalidade, já que neste grupo importante de investidores é mais adequado dizer que as PAFs seguem as políticas de governança dos investidores, ao invés de determiná-las;
- (vii) Sobre os erros. Em carta para um grupo de senadores (ISS, 2018), a ISS afirma que, com base em uma amostra de 6,4 mil reuniões no ano de 2017, a taxa de erros materiais notificados pelos clientes foi de aproximadamente 0,76%. Em documento de 2020, a partir de 17 mil votações, a SEC apurou um coeficiente “trivialmente reduzido” de erros factuais identificados pelas companhias, da ordem de 0,3% (SEC, 2020).

Tendo presente a extensão da controvérsia e a relevância da matéria, não surpreende que a autoridade com poder de arbitrar a questão tenha sido provocada em diversas ocasiões para se manifestar. Mas a dimensão da dificuldade é tal que nem mesmo a SEC conseguiu até o momento emitir decisão final. Sem pretendermos nos meter nos meandros de tecnicidades jurídicas de um regime legal distante da nossa realidade, vale recuperarmos rapidamente aqui alguns episódios recentes da discussão regulatória. Em setembro de 2019, a SEC emitiu uma diretriz afirmando que as recomendações de voto das PAFs deveriam ser consideradas como “solicitações” à luz da Regra 14^a-1(l) do Exchange Act de 1934. Trocando em miúdos, o enquadramento como “solicitador” traz uma série de obrigações formais e constrangimentos para as PAFs, configurando uma evidente vitória para seus críticos. A ISS imediatamente entrou com uma ação judicial alegando que a SEC e seu chairman Jay Clayton haviam excedido suas autoridades estatutárias. Ainda assim, no ano seguinte, a partir daquela interpretação, a SEC requereu que as PAFs dessem transparência sobre eventuais conflitos de interesse e determinou que elas

facilitassem o engajamento com as companhias-objeto de suas recomendações.

Em junho de 2021, o novo chairman da SEC, Gary Gensler, que acabara de assumir, anunciou que iria revisitar a questão. De fato, no ano seguinte, o regulador revogou algumas decisões anteriores favoráveis àqueles que defendiam constrangimentos à atuação das PAFs, rescindindo, por exemplo, a obrigação de que elas deveriam engajar com as companhias. Já o exame do mérito da atribuição como “solicitador” ficaria a cargo das cortes. E assim, finalmente, em julho de 2024, transcorridos quase cinco anos desde a decisão inicial, a Corte Federal do Distrito de Columbia, após uma extensa exegese léxico-jurídica em torno do significado da palavra “solicitação” e seu contexto legal, invalidou a interpretação anterior de que as PAFs seriam “solicitadores” revertendo as obrigações legais decorrentes. Acontece que essa importante vitória das PAFs talvez ainda não seja definitiva: representantes da NAM (*National Association of Manufacturers*), adversários históricos, admitiram contestar.

Após o segundo veredito da SEC, o assunto escalou de volta para o Congresso. Em abril deste ano, o subcomitê de mercado de capitais, que integra o comitê de serviços financeiros da câmara federal, promoveu uma audiência sob o título “*Expondo o cartel das proxy advisory: como ISS e Glass Lewis influenciam os mercados*”⁴. Cinco testemunhas foram ouvidas, quatro desfilaram críticas à atuação das PAs, defendendo maior regulação e escrutínio federal e uma apenas sustentou posição contrária: a própria Nell Minow, sócia de Robert Monks nos começos da ISS. O debate era para ser técnico, mas as testemunhas foram inquiridas sob os holofotes de um debate bipartidário. E aqui precisamos de uma rápida explicação para situar o contexto deste desvio.

Como vimos nas Cartas Dynamo 121 e 122, nos anos pós-pandemia principalmente, cresceu muito o número de moções de investidores sobre a temática ESG submetidas à apreciação nas assembleias de acionistas. Sensível a tudo o que diz respeito ao exercício do voto, as PAFs passaram a incluir em suas diretrizes gerais e aconselhamentos específicos critérios sobre questões de sustentabilidade. Com a crescente polarização política, quando o assunto ESG foi tratado por republicanos como “agenda de esquerda”, as PAFs acabaram sendo acusadas de promover este “movimento ideológico”. Vale registrar que a decisão pioneira da SEC em 2019 foi emitida na primeira gestão Trump, em tese, sob uma orientação pró-companhias. Na reversão da

4 Não foi a primeira vez que o assunto alcançou o Congresso americano. Em 2013, o mesmo subcomitê já havia promovido uma audiência sob o título “*Examinando o poder de mercado e o impacto das PAFs*” e em 2023, ocorreu outra audiência denominada “*Supervisão da indústria de PA*”.

deliberação em 2021, a SEC já estava sendo conduzida por nomes ligados ao governo Biden. Na recente audiência no Congresso, os congressistas preferiram explorar essa visão bipolar, onde a SEC-Trump teria perseguido as PAFs, que acabaram sendo justicadas pela SEC-Biden. E assim, uma parte dos deputados enxergou uma influência excessiva deste “duopólio não-regulado” formado por “empresas privadas controladas por acionistas estrangeiros”, que “determinam os resultados dos votos dos acionistas americanos”, enquanto outra parte entende que essas empresas atuam em um mercado aberto, onde são escolhidas livremente por seus clientes, prestando-lhes um importante serviço para o exercício criterioso de seus papéis de proprietários, quando muitas vezes precisam enfrentar os interesses dos “representantes da América corporativa”. Sendo assim, o primeiro grupo acredita que o Congresso precisa intervir impondo limites à atuação das PAFs, enquanto o segundo não vê razão nem mesmo para a discussão na Casa.

O debate também suscitou interesses acadêmicos desde o início. Como era de se esperar, o histórico abundante de registros de votos oferece uma base de dados atraente para os estudos empíricos. E assim, por um lado, diversos trabalhos econométricos encontram evidências de que PAFs exercem efetiva influência sobre os votos de seus clientes. Estimativas desta influência variam entre 14% e 33% (Cai et al. 2009; Kahan e Rock, 2010; Malenko e Shen, 2016). Outro estudo observa que cerca de 20% dos votos dos demais acionistas são executados em até três dias úteis após a divulgação das recomendações pela ISS (Placenti, 2018). Constatou-se também que a proporção de robo-voting a partir das recomendações da ISS cresceu de 7% em 2007 para 23% em 2021, e de 0% para 9% no mesmo período em relação à GL (Shu, 2024).

Por outro lado, há também diversas publicações que chegam a conclusões diferentes, afirmando que o poder de influência das PAFs sobre os investidores seria bem mais reduzido. Ajustando a amostra para outros elementos relacionados à qualidade da governança, Choi et. al (2010) estimam que as recomendações da ISS são capazes de mudar de 6% a 10% dos votos, e concluem: “A ISS não é tanto um Flautista (de Hamelin) seguido cegamente pelos investidores institucionais, mas um agente de informação e guia que ajuda os investidores a identificarem decisões de voto que sejam consistentes com suas preferências existentes”. Consistente com esse resultado, uma pesquisa elaborada pelo Rivel Research Group (Copland, 2018) revela que apenas 7% dos investidores institucionais entrevistados admitem que as PAFs são os principais influenciadores de suas políticas. Em outra pesquisa (McCahery et al, 2015), mais da metade dos investidores concorda que as PAFs os ajudam a tomar decisões melhores, mas são eles que decidem em última

instância, ou seja, a atuação das PAFs seria complementar e não necessariamente substituta.

Enquanto os estudos empíricos do passado inferiam correlações tendo como base as diretrizes gerais, ou benchmarks elaborados pelas PAFs, as pesquisas mais recentes enfatizam a natureza mais “customizada” dos serviços. Assim Shu (2024) verifica que as PAFs aprendem com as votações dos investidores dissidentes, notadamente os grandes investidores “mais bem informados”, e a partir daí mudam suas próprias recomendações, ou seja, não apenas influenciam, mas também são influenciadas. Hu et al. (2024) afirmam que “a maior parte dos investidores desempenha um papel ativo na formatação das recomendações que eles recebem das PAFs. Particularmente, eles trabalham junto com as PAFs para desenvolver políticas de voto customizadas, isto é, o conjunto de regras e padrões a serem aplicadas pelas PAFs que refletem a ideologia de votação dos acionistas. Estas políticas customizadas permitem às PAFs emitir recomendações customizadas, feitas sob medida de acordo com as preferências e crenças dos clientes”. Usando dados proprietários da GL nas temporadas de assembleias de 2011 a 2017, os autores constataam que cerca de 80% dos fundos usam políticas de voto customizadas, mesma proporção revelada pela ISS em testemunho no Congresso em 2023.

A polêmica sobre o papel das PAFs se arrasta há mais de vinte anos e não dá sinais de que esteja terminando. Crítico assíduo, o CEO do JPMorgan, Jamie Dimon, que já enfrentou algumas recomendações contrárias nas votações de seus pacotes de remuneração, recentemente voltou a

Dynamo Cougar x Ibovespa *Rentabilidade em R\$ até junho de 2025*

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	199,1%	161,6%
60 meses	24,6%	46,1%
36 meses	42,4%	40,9%
24 meses	16,2%	17,6%
12 meses	10,4%	12,1%
No ano (2025)	20,6%	15,4%
No mês (Junho)	-0,1%	1,3%

(*) Ibovespa Fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo.

disparar palavras ácidas: “Temos que nos livrar de gente como a ISS e a GL”, elas “invadiram nosso sistema... são um câncer” (Pension&Investments, 2025). Marcie Frost, CEO da Calpers, fundo de pensão que no ano de 2024 emitiu 95 mil votos individuais em dez mil assembleias distribuídas por 63 países, saiu em socorro: “Embora, em última análise, tomemos as nossas próprias decisões, as PAFs fornecem pesquisas valiosas baseadas nas melhores práticas de governança. Seu trabalho aumenta a transparência, promove a accountability e capacita os proprietários de ações a exercerem os seus direitos de forma eficaz. A eliminação destas empresas não só prejudicaria os investidores institucionais, mas também enfraqueceria o sistema de governança corporativa como um todo” (Prete, 2025). Nell Minow reagiu de forma mais enfática: “Ele está ‘matando o mensageiro’. Dimon é mais do que bem-vindo para competir no mercado se ele acredita que pode fazer um produto melhor” (LinkedIn). E assim, a todo momento, a mídia oferece combustível para ambos os lados. O regulador tomou uma direção e voltou atrás. As cortes endossaram o recuo. A academia também municia os dois regimentos, inferindo correlações sem conseguir produzir causalidades. Já o Congresso trouxe o debate para a arena política, diminuindo as chances de uma decisão consensual.

E qual a nosso posicionamento aqui na Dynamo?

Quando assistimos a este debate conceitual entre detratores e defensores **no mercado americano**, nossos instintos de investidores ativos tendem a se alinhar mais com argumentos que reforçam a contribuição das PAFs para um funcionamento mais equilibrado do mercado de capitais. Em relação aos investidores mais bem informados, sabendo que as recomendações são cada vez mais customizadas, a atuação complementar das PAFs parece ajudar os acionistas a expressarem seus entendimentos desempenhando um papel importante de agregação de preferências. Quanto aos fundos menores ou sem grandes interesses pelos efeitos de longo prazo das votações, as PAFs agregam informações, simplificam o trabalho, favorecendo o *economics* para que esses veículos continuem sendo uma alternativa econômica para seus clientes. Nos Estados Unidos, dada a vantagem posicional em favor do *establishment*, que desfrutam de ampla discricionariedade no que diz respeito à condução das discussões societárias, é evidente que as PAFs ajudam a canalizar voz dos investidores e a trazer maior representatividade e equilíbrio no encaminhamento da pauta de governança. As recomendações contra os excessos nos pacotes de remuneração são manifestações visíveis da direção acertada destas reivindicações. Ou seja, acompanhando conceitualmente o debate à distância, vemos mérito na atuação das PAFs.

Acontece que quando nos voltamos para o Brasil, a realidade tem sido outra. Infelizmente, nossas tentativas

de aproximação com as PAFs para discutir os interesses de investidores conspícuos como entendemos nos qualificar, têm sido frustrantes. Não temos tido acesso para interagir. Temos percebido queixas das companhias na mesma direção. Na linha da Eletrobras, as companhias dizem buscar o diálogo sem encontrar interlocução local. Ao que tudo indica, as PAFs não têm uma equipe bem dimensionada dedicada ao Brasil. Por isso, votam pelo manual e não pelo estudo dos casos concretos que muitas vezes escapam dos modelos que ensejam regras gerais.

A ISS traduziu para o português apenas a página de rosto de seu site⁵ e a recomendação às companhias é que interajam pelo “ISS Help Center”. Em relação ao Brasil, a empresa disponibiliza dois documentos: (i) Diretrizes de Voto por Procuração (*Brazil Proxy Voting Guidelines*, ISS, 2024a) que estabelece as recomendações gerais de voto em relação a seis blocos de temas (itens operacionais, conselho, estrutura de capital, remuneração, matérias envolvendo “ES” – meio ambiente e social –, além de um capítulo sobre outros temas, que incluem M&A, *waivers* em oferta mandatória para aquisição de controle, transações com partes relacionadas, entre outros); (ii) Boletim de Voto à Distância (*Brazil Remote Voting Card (FAQ)*, ISS, 2024b), um compêndio de perguntas frequentes, atualizado pela legislação pertinente até agosto de 2024, abrangendo conceitos e procedimentos operacionais para preenchimento e submissão dos boletins de voto à distância. Além dos Estados Unidos e Canadá, nas Américas, apenas o Brasil possui material dedicado, o que deveria sugerir algum grau de comprometimento da ISS com o nosso mercado. Da mesma forma, a GL disponibiliza um documento de igual teor denominado “*Brazil – 2025 Benchmark Policy Guidelines*” (GL, 2025).

Em vários itens das “diretrizes”, a ISS exime-se de recomendação específica e aconselha um olhar “caso-a-caso”. E esta é precisamente a questão central. Na nossa visão, em se tratando de participação societária, cada matéria em assembleia precisa ser vista com lupa, observando o histórico, o contexto, os autores, as circunstâncias, os matizes de cada situação. Sem isso, as diretrizes gerais e os *rankings* quantitativos se tornam perigosamente superficiais. O entendimento adequado do que é um “conselheiro independente” envolve muito mais nuances do que qualquer definição formal consegue capturar. Por vezes, um conselheiro “*overboarded*” pode contribuir muito mais do que outro teoricamente com maior disponibilidade de tempo, mas sem experiência executiva. Da mesma forma, as qualificações

5 Ainda assim, aparentemente sem o devido cuidado. O serviço “engagement letter writing”, por exemplo, foi traduzido como “escrevendo carta de noivado”... A GL, nem isso, não vimos qualquer material em português.

individuais dos candidatos precisam ser consideradas à luz do entendimento do conselho como órgão colegiado. Nós temos inúmeras restrições às aplicações automáticas de definições gerais, quando aprendemos por experiência que a boa governança precisa aterrissar na realidade presente e histórica de cada caso. Não à toa que nós aqui na Dynamo consideramos o foco como outro pilar de gestão. Onde o nível de granularidade compatível com o padrão de excelência requer atenção concentrada, o escopo da atuação precisa estar bem dimensionado. E essa nos parece uma fragilidade estrutural do modelo de negócio das PAFs: há um limite para além do qual os ganhos de escala esbarram em qualidade da entrega, onde portanto o *economics* da terceirização pode ser questionado. E tudo se agrava com a incomunicabilidade das PAFs que desta forma cometem seus equívocos sem permitir crítica ou colaboração fundamentada.

O caso da Eletrobras – que estamos tomando como sinédoque a fim de poupar tempo do nosso leitor já que temos aqui na Dynamo uma coleção de outros exemplos – parece ilustrar a eloquência escondida dos detalhes. A assembleia continha algumas peculiaridades: havia possibilidade de adoção de voto múltiplo, bem como previsão de eleição em separado por acionistas preferencialistas. Adicionalmente, dependendo da aprovação de um termo de conciliação com a União em assembleia extraordinária a ser realizada imediatamente antes da referida AGO, o número de vagas destinadas aos acionistas ordinários seria automaticamente reduzido de nove para seis. Ou seja, havia elementos específicos cruciais que apenas uma análise dedicada seria capaz de considerar.

A recomendação da ISS para votar a favor dos candidatos dissidentes feriu suas próprias diretrizes que sugerem o apoio à administração quando a eleição ocorre por chapa, desde que obedecendo alguns critérios, que neste caso parecem ter sido observados. Ou seja, como a ISS não poderia ter agido contra a própria orientação, ao que tudo indica, a empresa deve ter interpretado o caso como eleição em separado apenas, quando orienta apoio aos acionistas minoritários. Adicionalmente, ao não atentar para a condicionante da AGE não percebeu a gravidade de endossar um grupo de candidatos dissidentes que praticamente tomaria o conselho, mesmo com uma representação acionária bastante reduzida, sem falar na preocupante “ausência de habilidades específicas” ou mesmo no aparente desinteresse pelas questões “de longo prazo” da companhia.

O descuido na orientação dos votos, por si só preocupante, pode trazer consequências não intencionais ainda mais prejudiciais quando consideramos outros elementos de contorno. Nosso sistema de eleição de candidatos a membros do conselho de administração prevê dois mecanismos engenhosos e propícios, o voto múltiplo e a eleição

em separado de acionistas minoritários, que visam tutelar os interesses dos acionistas minoritários assegurando-lhes uma maior representatividade no conselho. Por óbvio, a premissa básica desse canal de representação previsto pelo legislador permitindo abrigar visões outras que não apenas do acionista majoritário é a de sempre fazer prevalecer o interesse social, e não agendas particulares.

Se este não for o caso, a combinação desse acesso aberto, com uma avaliação pouco criteriosa dos candidatos, um preenchimento apenas mecânico do boletim de voto à distância, a proliferação de assembleias não-presenciais e ainda a possibilidade de alugar ações, alavancando poder político sem lastro proporcional de comprometimento econômico, pode engendrar uma dinâmica de participação apenas protocolar, ou, pior, pode levar a resultados afastados ou opostos ao melhor interesse de longo prazo da sociedade. Este cenário se agrava ainda mais nos casos das *corporations*. A combinação dos elementos descrita acima em uma assembleia de uma *corporation* pode trazer enorme dificuldade para se formar um conselho coeso, alinhado exclusivamente com o interesse da sociedade⁶.

Não estamos de forma alguma desqualificando o mérito do nosso diploma legal que evoluiu valorizando equilíbrio e governança. Ao contrário, nosso histórico na Dynamo de empenho participativo em um ambiente de amplo domínio do controle definido ensinou-nos a valorizar cada milímetro da expectativa de representatividade. Queremos apenas reforçar que não pode haver o menor espaço para abordagens superficiais ou ligeirezas quando estamos lidando com o exercício do voto, cujo poder excelso é o de “simplesmente” definir o destino da sociedade, daí ser qualificado como direito fundamental dos minoritários e obrigação fiduciária dos controladores. Pior ainda quando um agregador de votos dos investidores externos, relevante como a ISS, toma decisões sem sequer considerar pontos de vista alternativos, ainda que de investidores de longo

⁶ O voto múltiplo cumulativo previsto em nossa Lei das SA desde 1976, não foi invenção dos juristas brasileiros, mas cópia inspirada no direito Americano, expediente lá introduzido cem anos antes. A despeito da distância temporal, as motivações foram similares na origem: promover uma maior “representação dos minoritários” diante do poder organizado das maiorias. Mais à frente, já na virada do século XX, surgiria nos Estados Unidos uma forte campanha contra este instituto sob a alegação de que o voto cumulativo aumentaria as chances de um conselho dividido, argumento conhecido como “factionalism” (cf. Rose, 1990 e Haan, 2023). Ou seja, a história ensina que o equilíbrio da governança não se resolve ex ante de forma conceitual e abstrata na previsão legal. O voto múltiplo pode tanto servir como canal valioso de uma representatividade sadia, assim como veículo para uma fratura indesejada no colegiado. Essa dúvida precisa ser superada através do diálogo aberto entre os acionistas interessados, tendo em vista o contexto caso a caso dos atores envolvidos.

prazo com vasto histórico de atuação no melhor interesse da companhia e da boa governança.

Sendo assim, como poderíamos melhorar esse arranjo a fim de evitar resultados indesejados? Aqui, talvez uma combinação de iniciativas, entre as quais arriscamos sugerir:

- (i) As PAFs deveriam reconhecer que manuais contendo diretrizes gerais, elaborados sem o devido lastro de experiência factual, histórica e localizada não são suficientes para orientar votos informados, nem muito menos para contribuir com um processo de governança coletivamente robusto. Deveriam, portanto, buscar *proximidade* com alguns interlocutores com histórico comprovado de atuação no melhor interesse de longo prazo das companhias – no Brasil há muitos. Em uma palavra, poderiam incorporar elas mesmas a boa prática de governança da “Escuta Ativa”;
- (ii) Todas as partes interessadas em um processo de votação saudável precisam se organizar para contornar o problema crônico do tempo exíguo de preparação para a assembleia. Ou seja, administradores das companhias, acionistas e PAFs deveriam se programar para antecipar o cronograma de interações. Sabemos que uma indústria começa a se estabelecer a fim de oferecer esses serviços. Isso introduz mais um *layer* adicional e mais custo para as companhias, mas pode ser uma forma de encaminhamento. Esse planejamento vale também para os investidores, principalmente os de longo prazo, que têm mais segurança de que estarão no quadro societário das companhias, seis meses à frente, digamos, na ocasião da próxima AGO;
- (iii) Aumentar a transparência das justificativas de recomendações de votos, notadamente nas matérias onde há divergência. Em algum lugar, no site de relações com investidores das companhias ou em documentos anexos ao boletim de voto, os acionistas deveriam ser capazes de encontrar lado a lado os argumentos de ambas as partes, PAFs e administração das companhias, como material de apoio a fim de subsidiar uma decisão ainda mais embasada;
- (iv) A fim de diminuir o incentivo à prática de aluguel episódico de ações que visa exclusivamente colecionar votos nas assembleias, pode-se pensar em estender o parágrafo 6º do artigo 141 da Lei n. 10.303 (que alterou a Lei das S.A.) também para os casos de sufrágio por voto múltiplo, e não apenas nas situações de eleição em separado. Eventualmente esta disposição poderia ser estendida para outras decisões importantes⁷;

7 Art. 141 § 6º: “Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta de participação ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia geral”. O § 4º versa sobre a eleição em votação em separado.

- (v) Maior participação dos investidores locais. Como a legislação americana associou o voto ao cumprimento do dever fiduciário para os investidores institucionais, estes se sentem obrigados a votar. Por aqui, o impulso normativo chegou mais brando, como uma diretriz do autorregulador com alcance mais reduzido⁸. E assim, ainda observamos uma certa apatia dos investidores em relação ao comparecimento nas assembleias. Com isso, a participação relativa entre estrangeiros e locais ficou assimétrica. Temos tido quórum elevado, mas com acionistas com foco geográfico e econômico mais disperso. A presença de investidores locais dispostos a se envolver em interações antecipadas seria algo muito bem-vindo.
- (vi) A disseminação das reuniões on-line também trouxe como consequência não-intencional uma assembleia ainda mais fria e protocolar. No passado, algumas sessões presenciais contavam com a participação dos executivos C-level e até de membros das famílias/acionistas controladores. Era uma oportunidade de encontro e diálogo. Hoje, os anfitriões também têm preferido um formalismo distanciado.

Temos dito, “a agenda participativa é uma das quatro ‘bases nitrogenadas’ do nosso DNA na Dynamo. É o condutite por onde expandimos a potência do nosso trabalho de análise fundamentalista e o alcance da nossa prerrogativa de investidor de longo prazo” (Cartas Dynamo 114 e 115). Sendo assim, interagir com os demais acionistas e com os membros da administração buscando o diálogo com os interessados no destino de longo prazo das companhias consiste em elemento fundamental da nossa gestão.

Premissa básica de um mercado de capitais democraticamente sadio são acionistas informados e diligentes. Para tanto, é preciso criar um ambiente institucional transparente e equilibrado, onde a administração das companhias, os acionistas e seus representantes legais, possam apresentar seus pontos de vista, buscando na persuasão dos fundamentos técnicos, apoio para fazê-los prevalecer.

E a partir daí, acionistas informados poderão exercer com diligência seus direitos, entre os quais o direito fundamental da prerrogativa do voto. Fora deste enquadramento,

8 Trata-se das “diretrizes do conselho de regulação e melhores práticas” da Anbima para fundos de investimento que facultam o exercício do direito de voto em assembleias quando a participação do fundo no ativo for menor do que 5%.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(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	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024	-30,8%	20.002,8%	-29,9%	560,7%
2025***	37,2%	27.441,8%	31,0%	734,5%

(*) Tendo em vista se tratar de um Fundo existente desde 1993, os valores foram convertidos para dólar (US\$) como forma de expurgar a volatilidade da moeda brasileira ao logo do período e, dessa forma, minimizar o risco de possíveis interpretações equivocadas do leitor em uma decisão de investimento/desinvestimento. O Dynamo Cougar é um fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em ações e está fechado para captação. (**) Ibovespa fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo. (***) Rentabilidade até junho de 2025.

teremos desperdiçado os benefícios comprovados da ação coletiva dos acionistas na construção de consensos nas assembleias.

Rio de Janeiro, 10 de julho de 2025.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 5.458,3 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

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

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões e podem mudar a qualquer momento, sem necessidade de aviso. As informações contidas neste documento são, no melhor entendimento da Dynamo, materialmente precisas. Não obstante, 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. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos, ajuste de performance e taxa de saída, caso aplicáveis. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. O regulamento do Dynamo Cougar está disponível na página da Dynamo na rede mundial de computadores em www.dynamo.com.br. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Contato: dynamo@dynamo.com.br