

## Takeover - American way

Em julho de 2006, a Sadia anunciava publicamente a intenção de promover uma oferta pública para aquisição da Perdigão, sua principal concorrente na fabricação e processamento de alimentos à base de proteína animal. Hoje sabemos que a aquisição não se concretizou. Os caminhos das duas companhias iriam se reencontrar de forma definitiva e em condições diversas mais à frente. Mas, para nós aqui na Dynamo, a iniciativa da Sadia repercutiu.

Afinal, tratava-se de operação pioneira na história recente do nosso mercado de capitais, onde uma possível troca de controle se daria no mercado, sem prêmio privado, através de uma oferta pública onde todos os acionistas da companhia-alvo receberiam tratamento rigorosamente igualitário, à luz das regras do Novo Mercado.

Por algum tempo, seguimos discutindo e refletindo sobre o episódio. Como base para nossas longas conversas internas, revisamos a literatura técnica disponível, buscando pistas nas experiências comparadas de outros mercados. Sintetizamos nossas reflexões nas três Cartas Dynamo seguintes (nos 51, 52 e 53), onde: i) analisamos as implicações práticas e conceituais de um mercado de controle corporativo efetivo; ii) descrevemos a evolução do movimento de *takeovers* no mercado americano e seus resultados empíricos, e iii) discutimos longamente as origens e características dos dois modelos de estrutura de propriedade – disperso e concentrado. Finalizamos a trilogia emitindo um alerta sobre a armadilha dos estatutos contendo o instituto dos “mecanismos de proteção à dispersão da base acionária”, nossas *poison pills* tropicalizadas.

Desde então, a realidade da dispersão do controle no Brasil progride exponencialmente. Já passa de 50 o número de companhias onde não há um acionista - ou um bloco de acionistas reunidos em acordo - detendo mais de 50% do capital votante. Além disso, outras ofertas não solicitadas como a da Sadia já surgiram. Inclusive concorrentes, como foi o caso da GVT onde éramos acionistas, disputada em tese no mercado pela Vivendi e Telefonica.

O momento é oportuno para revisitar a questão das ofertas não solicitadas à luz de novas reflexões e experiências. A CVM vem atualizando a regulamentação sobre os procedimentos de ofertas públicas (instrução n. 487) e os agentes recentemente lançaram as bases de criação do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), modelo inspirado no *takeover panel* inglês.

Como o assunto de certa forma é novidade por aqui, propomos um ângulo diferente de análise, a fim de aprendermos com a experiência comparada. No tema da dispersão do capital e troca de controle no mercado, dois mercados logo se destacam: Estados Unidos e Inglaterra, onde o controle é mais difuso e a atividade de mudança de controle, hostil ou não, é mais intensa. Apesar de tantas

diferenças para a nossa realidade, se estamos realmente caminhando na direção de um mercado mais disperso, nada mais razoável do que olharmos para estas duas experiências. Assim nesta Carta focamos nos Estados Unidos, na próxima veremos o caso inglês.

### US & UK

Estados Unidos e Inglaterra são tidos como os mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo. Estados de direito, receptivos ao capital e à atividade empresarial, domicílios das melhores práticas de governança corporativa e de transparência. Estabeleceram altos padrões de proteção legal, ambientes jurídicos tipo *common law*, regimes de propriedade predominantemente dispersos, enfim, são portadores de uma coleção de atributos que têm lhes assegurado os dois principais objetos de desejo dos entes financeiros: liquidez abundante e *valuations* adequados. Destacam-se a tal ponto, que já se cunhou a epígrafe do modelo “Anglo-Americano”, como referência para as demais praças.

Com todas estas semelhanças, se olharmos de forma comparada a substância da regulamentação e a mecânica dos procedimentos dos *takeovers* nestes dois mercados, encontraremos realidades bastante divergentes. Fato muito perturbador, já que a presunção do *takeover*, a troca de controle no mercado, em seu duplo papel de criador de valor e de disciplinador de executivos, surge como um instituto basilar do regime de governança e até como determinante da própria vitalidade do mercado de capitais.

Nos Estados Unidos, quando alguém pretende adquirir o controle via mercado pode fazê-lo através de uma oferta voluntária, onde o próprio adquirente define a quantidade de ações alvo. A lei americana jamais impôs ao ofertante, caso este atinja determinada participação, uma regra de aquisição obrigatória (*mandatory bid*) sobre os demais acionistas. As obrigações do ofertante se limitam a pagar o mesmo preço para todas as ações, a comprar *pro rata* as quantidades de ações daqueles que aderiram à sua oferta, e a mantê-la aberta por ao menos vinte dias. A legislação americana, portanto, protege os investidores contra ofertas abusivas que limitam o prazo e a quantidade de ações sujeitas à adesão, constringendo a decisão dos acionistas. Mas não garante que estes venderão todas suas ações no caso de troca de controle.

Por outro lado, a companhia, através do seu conselho de administração, pode adotar um amplo espectro de medidas defensivas a fim de rechaçar a oferta. Pílulas de veneno, *poison pills*, são as provisões mais freqüentes. Permitem, por exemplo, que acionistas comprem duas ações pelo preço de uma, diluindo automaticamente

a participação do ofertante, caso este atinja determinado limite, usualmente entre 10 e 15%. Companhias com provisões de *poison pills* e *staggered board* dão aos seus executivos praticamente total poder discricionário de resistência às ofertas indesejadas. Na artilharia de dispositivos encontram-se também mecanismos como os *break up fees* e as provisões de *lock up* que servem para filtrar ofertas indesejadas mantendo em aberto as propostas simpáticas ao conselho. Em praticamente todos os estados da federação americana, as legislações prevêm mecanismos que atrasam o andamento das ofertas não desejadas. Membros do conselho de administração podem alegar a necessidade de analisar os interesses de outras partes envolvidas enquanto decidem sobre uma oferta, ofertantes perdem seus direitos de voto até que os atuais acionistas decidam por devolvê-los, entre outros.

Já na Inglaterra, a regulamentação das ofertas públicas apresenta feições distintas. No capítulo das defesas, as diferenças entre os dois modelos são ainda mais acentuadas. Ao contrário de seus compatriotas americanos, os conselheiros ingleses não podem tomar, sem consentimento prévio dos acionistas, nenhum tipo de iniciativa que possa frustrar a oferta ("*no frustrating action*") enquanto esta estiver em curso. *Poison pills* são totalmente proibidas, assim como demais provisões que interfiram na capacidade dos acionistas de decidirem sobre os méritos da oferta, tais como comprar e vender suas ações durante a mesma ou concordarem com qualquer tipo de provisão de *lockup* em favor de algum ofertante.

O modelo inglês também deixa pouco espaço para as chamadas defesas 'embutidas' (*embedded defenses*) que servem para proteger os executivos, *ex ante*, ou seja, quando ainda não há uma oferta do horizonte. Emissão de duas classes de ações, procedimento de indicação do conselho de forma '*staggered*' ou provisões tipo "*golden parachute*" para os executivos, são práticas disseminadas de defesas 'embutidas' no mercado americano. Na lei inglesa, o conselho de administração precisa da aprovação da assembléia geral de acionistas para emitir novas ações, que devem observar os direitos de preferência dos atuais acionistas. A prática societária mostra que os investidores institucionais ingleses, participantes ativos das decisões societárias, costumam rejeitar a iniciativa de criação de novas classes de ações. Na bolsa de Londres, companhias com duas classes de ações geralmente negociam a desconto. Já o poder do mecanismo dos conselhos *staggered* fica totalmente demovido pela regra mandatária de que os acionistas podem remover os conselheiros a qualquer momento, por decisão ordinária. As provisões tipo '*golden parachute*' também são dificultadas pelas exigências de maior transparência dos pacotes de remuneração dos executivos, assunto de pauta ordinária das assembléias ingleses.

Outra diferença importante entre os dois modelos é a regra da oferta compulsória (*mandatory bid*). Nos dois países, vale o princípio do tratamento igualitário, que requer que o preço pago pelo ofertante seja o mesmo para todos os acionistas. Mas na Inglaterra, a regra foi além ao impor a qualquer acionista que atinja 30% de participação, a obrigação de fazer uma oferta pública para os demais acionistas.

Assim, os dois países parecem ter feito escolhas quase que diametralmente opostas, em se tratando da regulação dos *takeovers*. O modelo americano concede mais autonomia ao ofertante, ao mesmo tempo em que permite amplo poder de defesa discricioná-

ria para a administração ("*just say no*"). O sistema inglês impõe restrições ao ofertante e esvazia qualquer possibilidade de defesa ostensiva dos executivos, através da regra de neutralidade do conselho. Certamente, o regime inglês é muito mais pró-acionista e o americano mais próximo dos interesses dos *directors*.

É muito intrigante este viés pró-executivo do modelo americano. Soa estranho que no império da democracia do capital, na república popular do acionista, onde os mercados são mais desenvolvidos e capilares, a palavra final num assunto tão fundamental (*takeover*) acabe pendendo para o agente (executivo) e não para o principal (acionista). Tão curioso que nem os mais aguerridos simpatizantes dos mecanismos de defesa contra os *takeovers* sugeriram uma liberdade de atuação tão incondicional para os executivos americanos. Mesmo para Martin Lipton, o inventor das *poison pills*, o emprego destas provisões se justificaria como resposta às situações abusivas de determinadas ofertas hostis. Lipton discutiu em detalhes estes casos de excessos, mas jamais defendeu a prerrogativa dos executivos poderem simplesmente 'dizer não' indiscriminadamente a qualquer oferta.

Não por menos, estudiosos já despenderam bastante esforço em busca de uma boa explicação para este complexo fenômeno. Classificamos e resumimos em três linhas de argumentos a vasta literatura a respeito. São vertentes complementares e não exclusivas que juntas compõem o quadro explicativo, embora seus proponentes acreditem terem isoladamente encontrado a melhor pista para a solução do enigma. Na nossa opinião, cada uma delas avança um nível, mas esbarra em suas próprias limitações. Juntas, formam um mosaico mais robusto. Então vejamos.

## Incentivos

---

Uma primeira linha de argumentação para explicar este viés pró-*directors* do modelo americano baseou-se na questão dos incentivos dos agentes envolvidos. Na verdade, a discussão pegou carona num debate mais antigo e abrangente sobre o papel do 'federalismo' no direito societário americano, com destaque para posição hegemônica do Estado de Delaware como principal destino de incorporação das companhias. Neste debate, as opiniões dividiram-se sobre se a competição entre os estados da federação teria produzido uma "corrida para o fundo" ou uma "corrida para o topo" (*race to the bottom/top*). A decisão sobre onde incorporar uma companhia é conduzida pelos seus executivos e naturalmente gera receitas fiscais para o Estado escolhido. Sendo assim, os legisladores estaduais teriam incentivos para compor com os executivos, produzindo uma deletéria "corrida para o fundo". No outro extremo, a interpretação é a de que a competição entre os estados obedeceria aos incentivos do mercado, onde prevalece os interesses dos acionistas, estabelecendo assim uma saudável "corrida para o topo".

A ponte entre as duas discussões é clara. No tema dos *takeovers*, os interesses de executivos e acionistas colidem frontalmente. Aqueles, buscando a preservação do *status quo*, preferem rechaçar as ofertas. Estes, rastreando oportunidades para maximizar o valor de seus investimentos, preferem acolher as propostas. O reflexo dos comentaristas foi o de resgatar os argumentos da "corrida para o fundo", onde os interesses dos estados e dos exe-

cutivos se acumpliciam. Neste sentido, a interpretação ortodoxa, tradicional, para este viés *pro-management* do modelo legal e da jurisprudência das cortes americanas no assunto *takeovers* recaiu sobre o federalismo. Como os executivos têm custódia sobre uma decisão importante para a franquia fiscal de Delaware, as cortes do estado têm incentivos para emitir decisões mais favoráveis às suas preferências. Ou dito de melhor forma: “Delaware importa-se bastante não apenas com as incorporações, mas também em manter a grande quantidade de companhias que já possui. Executivos têm um papel crucial na forma como Delaware mantém esta posição. A necessidade de satisfazer as preferências dos executivos das companhias já incorporadas provou-se ser uma força importante no desenvolvimento da lei de Delaware”.<sup>1</sup>

A versão do federalismo, da concertação de interesses recíprocos entre executivos e legisladores estaduais, parece conceitualmente convincente, mas esbarra em algumas evidências. Se assim fosse, Delaware deveria ser o Estado da federação com as regras mais acolhedoras aos interesses dos executivos. Na prática, Delaware foi um dos últimos estados a aprovar um estatuto anti-takeover e ainda assim seu estatuto concede aos executivos menos poder discricionário do que em outros lugares da federação. Estudos empíricos mostram ainda que reincorporar em Delaware agrega valor às companhias, resultado também pouco intuitivo para um arranjo institucional em tese desfavorável aos investidores. Assim, os ‘incentivos’ sozinhos não conseguem explicar tudo.

## Instituições

Uma interpretação alternativa procura preencher estas lacunas, tentando explicar as diferenças entre os dois modelos através de aspectos institucionais, basicamente ligados ao sistema legal. As divergências dos regimes estariam relacionadas à natureza diversa das instituições que formulam e interpretam as leis, bem como o *modus operandi* do sistema legal destes países. Como subsídio para descrever esta linha de argumentação, precisamos de uma breve perspectiva histórica.

A base de regulação do mercado de capitais americano remonta aos Securities Acts de 1933-34, quando foi criada a SEC. Até então, o papel de regulador *de facto* era exercido pela bolsa de Nova York (NYSE) num modelo de auto-regulação. Na esteira da ‘grande depressão’, o reflexo dos reformadores do *New Deal* foi o retirar dos ‘financistas’ de Wall Street qualquer autoridade sobre a governança do mercado de capitais americano. Os bancos tiveram suas atividades desmembradas, os *trustees* perderam voz e voto nas decisões corporativas. A legislação passa a ser assunto do Congresso e a regulação-fiscalização fica sob jurisdição de um órgão federal, a SEC.

Acontece que por uma questão de foco e de agenda, o Governo não conseguiu exercer de forma adequada este papel de produtor regulatório. O congresso nem mesmo aprovou um estatuto federal para incorporações das companhias. Com isso, as lacunas regulatórias foram sendo preenchidas pelos Estados.

Com o tempo, a SEC limitou-se a normatizar políticas de *disclosure* e a acompanhar os casos de fraude corporativas, deixando os julgamentos de questões específicas para decisões ordinárias dos tribunais estaduais.

No tema dos *takeovers*, o episódio é bem ilustrativo. Até os anos 60, o principal caminho para se adquirir o controle de uma companhia americana dava-se através das disputas de proxy, usadas como instrumento para mudar o conselho da companhia alvo. O sistema de proxies era primariamente regulado pela SEC e pelas cortes federais, desde o Securities Act de 1934.

A partir de meados da década de 60, as ofertas hostis gradualmente substituíram as disputas de proxies como mecanismo preferido de mudança de controle. As ofertas hostis eram menos custosas, mais céleres e permitiam que os ofertantes evitassem enfrentar o conselho de administração da companhia alvo, negociando diretamente com os acionistas. Mas eram também frequentemente abusivas. Anunciadas nos fim de semana, praticamente desprovidas de informações relevantes e numa estrutura de incentivos punitiva para os acionistas que tardassem em aderir à proposta, ficaram conhecidas como ofertas *saturday night special*. Foi neste contexto que o congresso aprovou o Williams Act em 1968, impondo importantes regras de *disclosure* e procedimentos a serem observados pelos ofertantes, eliminando a possibilidade de ofertas que exigissem celeridade de decisão dos acionistas. A nova lei, em princípio buscava garantir maior proteção aos acionistas e visava estabelecer um princípio de neutralidade entre ofertantes e executivos. Mas na prática não endereçou nenhuma condição para atuação dos conselheiros das companhias objeto, nem mesmo sobre suas iniciativas de responder ou até de resistir às ofertas. Já na exposição de motivos do próprio senador Harrison Williams vê-se que a principal preocupação do legislador era com os “*corporate raiders*”, “piratas do colarinho branco”, que tomam de assalto os “antigos orgulhos corporativos” americanos<sup>2</sup>. O viés da norma foi o de evitar a atuação abusiva dos ofertantes, mas não quis regular o comportamento dos executivos.

Diante deste desinteresse do congresso americano e da suprema corte federal, a questão das defesas anti-takeovers passou naturalmente para agenda dos Estados. Como Delaware era, e continua sendo, o estado com maior número de companhias incorporadas, a conduta dos conselheiros das companhias passou a ser objeto da lei de Delaware, através das decisões de suas cortes, sob os princípios fiduciários da lei comum aplicados numa base caso a caso.

Assim, com a possibilidade de auto-regulação praticamente banida de cena e com a atuação regulatória muito discreta da SEC, as deliberações mais importantes sobre o tema dos *takeovers* nos Estados Unidos ficaram a cargo dos juízes de Delaware. Nesta linha de argumentação, foi esta judicialização da regulação de *takeover* americana que acabou permitindo o aparecimento de uma tendência predominantemente *pró-management*. Neste sistema de *common law*, o corpo da lei passa a ser formatado a partir de acumulações de precedentes, ou seja, com base em decisões anteriores dos juízes, caso a caso (*stare decisis*). Mas este processo de construção

1 Bebchuk, L. e Ferrel, A. (1999) *Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers From Takeovers*.

2 Armour, J. e Skeel Jr, D. (2006).

de precedentes é necessariamente reativo, já que os juízes só podem decidir sobre casos que são trazidos à sua frente. O perfil da precedência é influenciado então pela capacidade ou desejo de determinadas partes de enfrentar o litígio em certas matérias. Assim, num regime de *common law*, a decisão de litigar atua então como filtro evolutivo, direcionando o teor da produção judicial.

No caso dos *takeovers* claramente os participantes mais dispostos a litigar são os executivos. Não apenas porque têm um patrimônio reputacional em jogo, já que uma derrota no processo legal pode implicar a depreciação de seu capital humano (com a conseqüente troca do time de executivos), mas também pelo fato de que, ao poderem acessar os recursos corporativos, seriam os atores com maior capacidade financeira (*deep pocket*). Sendo assim, os conselheiros tendem a pagar mais para estabelecer acordos nos casos que podem lhes ser desfavoráveis e tendem a se defender agressivamente nos casos que chegam aos tribunais. Já no ponto de vista do ofertante, existe a possibilidade de que, ao conseguir no tribunal a remoção das defesas, outra oferta mais agressiva aproveite a brecha. Neste caso, o esforço do primeiro ofertante terá sido em vão, o que piora o *pay off* da decisão *ex-ante* de litigar por parte dos *bidders*. Este desequilíbrio de disposições estabelece uma maior freqüência dos executivos nos tribunais.

Com a ausência na legislação americana de uma normatização a modo de lei civil que obrigasse, por exemplo, uma oferta pública em caso de aquisição de controle, os juízes passaram a julgar a atuação dos *directors* exclusivamente à luz dos princípios da lei comum. Neste sentido, a doutrina das “obrigações fiduciárias” (*fiduciary duties*) transformou-se em ‘regra’ regulatória das revisões judiciais. A fim de perseguir o objetivo do lucro econômico da companhia, conselheiros e executivos devem tomar decisões arriscadas. Como forma de preservá-los de responsabilidades pessoais sobre eventuais decisões equivocadas e, ao mesmo tempo, permiti-los atuar com iniciativa para alcançar as finalidades corporativas em benefício de todos os acionistas, a lei americana assegura aos *directors* a presunção do dever fiduciário de lealdade e de diligência. Sob este pressuposto, os diretores devem atuar ‘bem informados, de boa fé e defendendo os melhores interesses das companhias’, padrão de conduta também conhecido como “regra de julgamento dos negócios” (*business judgement rule*).

Conceitualmente, para as cortes de Delaware, os diretores devem exercer suas obrigações fiduciárias defendendo os interesses dos acionistas, que os elegeram. Implícito a este entendimento, há uma presunção que os diretores, como especialistas, estão melhores capacitados para tomarem as decisões técnicas no interesse da companhia. Se eventualmente não for este o caso, os acionistas teriam a prerrogativa de demiti-los na próxima assembleia geral, findo o exercício do mandato de um ano. Sendo assim, na visão de Delaware, é como se os *officers* tivessem a custódia das decisões corporativas e os acionistas a palavra final sobre o destino dos executivos por eles contratados<sup>3</sup>.

Com base nestes princípios basilares, a jurisprudência de Delaware foi sendo construída, a partir dos casos levados aos tribunais. Na disputa *Unocal Corp x Mesa Petroleum Co*, a Suprema Corte de Delaware (SCD) reconheceu pela primeira vez que em tese o conselho poderia “agir primariamente de acordo com seu próprio interesse e não no interesse da companhia e de seus acionistas”<sup>4</sup>. A oferta hostil cria assim uma situação de conflito potencial, o que levou a Corte a inaugurar um novo critério de julgamento, o da razoabilidade<sup>5</sup>. Se os diretores conseguem provar através de argumentos razoáveis que a oferta hostil possui natureza coerciva, configurando uma ameaça aos valores corporativos, poderão tomar ações defensivas adequadas, permanecendo sob o amparo da regra de julgamento dos negócios. Na disputa *Moran x Household Int’l, Inc.* a SCD aprovou pela primeira vez o uso de uma *poison pill* como defesa *ex-ante*. Os ofertantes entraram com recursos, mas Delaware recusou derrubar as defesas, sob alegação de que a presença das *poison pills* estaria elevando o valor inicial das ofertas, beneficiando os acionistas. A partir de então, as *poison pill* se tornaram o principal mecanismo de defesa dos Estados Unidos.

Após estas decisões, a Corte de Chancelaria de Delaware (CCD) cultivou uma jurisprudência limitando o uso das táticas defensivas, alegando que os acionistas deveriam ser protegidos não apenas das ofertas coercitivas, mas também das táticas de defesas exageradas. No caso *AC Acquisitions Corp x Anderson, Clayton, Co* a CCD concluiu que a atuação do conselho da companhia alvo foi abusiva e, portanto, não razoável. Em *City Capital Associates x Interco Inc.*, a Chancelaria obrigou o conselho de administração retirar a *poison pill* considerando que a oferta não fora abusiva. No mesmo ano, foi a vez da SCD tomar decisão análoga em outro caso (*Grand Metropolitan Public Co x The Pillsbury Co*).

A jurisprudência parece ter tomado um caminho distinto a partir do caso *Paramount x Time*, onde a SCD endossou o desejo dos diretores de não permitir que os acionistas da Time votassem a favor de uma transação financeiramente mais favorável com a Paramount, preferindo a fusão com a Warner, sob o argumento de que a ‘cultura’, os ‘objetivos’, as ‘necessidades’ e o plano de negócios da companhia estariam ameaçados (Friedlander 2008). Pela primeira vez, a SCD sentenciou que o uso de táticas defensivas não seria limitado às situações de ofertas coercitivas, permitindo ampla autonomia dos diretores numa oferta *all-cash all-shares*. Para alguns, uma mudança emblemática, mas “sem muita justificativa” e com “pouco suporte da literatura, de então ou mesmo posterior”<sup>6</sup>.

Assim, nos Estados Unidos, a regulação dos *takeovers* está sob jurisdição das cortes e dos reguladores. A oferta propriamente dita é fiscalizada pela SEC que monitora sua execução e transparência. A atuação dos conselheiros, com poder discricionário de rejeitar a oferta, é regulada primariamente pelas cortes estatuais,

3 A prática generalizada dos conselhos *staggered* acabou subvertendo este equilíbrio. Neste caso, os executivos continuam com a custódia das decisões e os acionistas precisam de muito mais tempo para retomar o controle da maioria do conselho. Assim os conselhos *staggered* passaram a funcionar como o instrumento ‘mais potente’ no arsenal de defesa anti-*takeover* (Bebuch, 2002).

4 *Unocal*, 493 A.2d at 954.

5 Esta situação lembra a discussão sobre o conflito *formal x material* do nosso direito societário, que tivemos oportunidade de comentar de forma prática na Carta *Dynamo* n. 68.

6 Cfr *Bebuch, L. e Ferrel, A. (1999) Federalism and Takeover Law: The race to protect managers from takeovers.*

de forma predominante pelos juizes da Chancelaria de Delaware, além da Suprema Corte. Os tribunais passaram a exercer um papel preponderante nas decisões sobre *takeover*, a partir da lacuna deixada pela falta de legislação específica. Princípios de conduta geral derivados do conceito de dever fiduciário aplicados aos casos trazidos às cortes formataram a jurisprudência de Delaware. A maior frequência dos executivos nas ações judiciais, e talvez seus interesses convergentes com o dos estados, ajudam a explicar o viés pró-management das decisões. Se o core das decisões de Delaware, com fundamento na doutrina dos deveres fiduciários, era o de permitir ampla liberdade aos executivos, por vezes, como vimos acima, tanto a Chancelaria quanto a Suprema Corte emitiram decisões contrárias aos interesses dos *directors*. Precisamos então de um terceiro ponto de apoio, para construirmos um plano de argumentação coerente.

## Política

Argumentos de natureza política contribuem para explicar esta aparente ambigüidade. Nesta interpretação, Delaware se equilibra entre duas forças: o receio de perder parte importante de sua receita fiscal proveniente das incorporações e o temor de uma 'intervenção' federal, que na prática significaria transferir o eixo da produção legal-societária da jurisprudência estadual para a regulação federal (Roe 1994, 2005, 2009). Quando um assunto do mercado de capitais ganha relevância (por exemplo, escândalos corporativos), Washington (Sarbanes Oxley) torna-se protagonista da produção legal. Como Washington tem interesses mais abrangentes, os principais agentes de Delaware preferem que as questões sejam resolvidas nas cortes do Estado e não ganhem repercussão nacional. Assim, Delaware moveu-se numa direção mais *anti-takeover*, quando os políticos do Estado acreditaram que sua participação no mercado de incorporações estaria ameaçada. Por outro lado, sinalizou com decisões mais pró-acionistas, nos momentos em que o tema dos *takeovers* ficou politicamente mais saliente, sob ameaça de intervenção de Washington<sup>7</sup>.

Como dissemos acima, as três linhas de interpretação que procuram explicar esta autonomia sem precedentes dos executivos americanos parecem não excludentes, mas complementares. Exemplo disso, é outro argumento de teor político que acaba por reforçar a versão dos 'incentivos'. A história do mercado de capitais americano no último século mostra que a opção política do país, reflexo da opinião pública talvez, foi a de induzir uma fragmentação das instituições financeiras. Uma disposição explícita de Washington intervir com o intuito de manter a estrutura de capital dispersa, evitando que as grandes instituições financeiras adquirissem peso nos negócios corporativos e relevância na agenda de governança. Nas palavras do próprio Roe (1994): "Os políticos nunca permitiram que as instituições financeiras se tornassem poderosas o suficiente para controlar as companhias operacionais".

7 Já Kahan e Rock (2005) vêem uma relação mais harmônica entre Delaware e o governo federal (Washington), coexistindo sob um 'federalismo simbiótico'. Embora Delaware seja ameaçada pela presunção federal, também se beneficia da atuação federal que regula áreas onde a autoridade estadual não pode efetivamente atuar.

Esta orientação política acabou por provocar uma conseqüência não intencional: a de praticamente banir do mercado de capitais americano a presença dos investidores institucionais, permitindo assim que os *directors* das grandes companhias pudessem fazer prevalecer seus interesses. Ou seja, este ímpeto populista por trás da legislação ao impor severas restrições à possibilidade de uma atuação coordenada destes investidores produziu o efeito colateral de garantir uma autonomia considerável aos executivos, em detrimento do controle dos acionistas. Apenas nos anos 90, quando a doutrina de Delaware já estava consolidada, é que os investidores institucionais apareceram como atores relevantes na disputa de forças da governança das empresas. Assim, um ingrediente de teor político (opção pela fragmentação financeira) produziu uma conseqüência não intencional (ausência de investidores institucionais) o que acabou facilitando o caminho para a coalisão de interesses dos executivos e agentes estaduais, reforçando o primeiro argumento dos incentivos.

Fatores diversos e interligados se conectam para explicar um enigma intrigante. Por que os Estados Unidos, onde o capital é mais pulverizado e, em tese, o investidor mais protegido, no tema do *takeover*, produziram decisões regulatórias que tendem a preservar os interesses dos *directors*? Vimos que elementos de natureza institucionais e políticas permitiram que determinados atores – executivos e autoridades estaduais – dominassem a agenda regulatória. O resultado, um legalismo que alonga o prazo das transações e uma tendência de decisões pró *management*, que contrasta com a recomendação dos manuais de melhores práticas de governança corporativa.

Na próxima Carta, atravessamos o Atlântico a fim de examinar o modelo inglês, também referência de mercado de capitais desenvolvido.

Rio de Janeiro, 28 de dezembro de 2011

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

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	129,9%	43,1%	36,8%
36 meses	127,7%	59,9%	55,2%
24 meses	35,6%	-8,9%	-15,0%
12 meses	6,4%	-9,9%	-15,8%
No ano	4,0%	-12,4%	-17,5%

Valor da cota em 30/11/2011 = R\$ 313,674962190

# DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

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

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

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.507.196.846,00**

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

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

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

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

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