

## “Larry, o Liquidador”: Um Caso de Ensino à Luz do Filme ‘Com o Dinheiro dos Outros’

### “Larry, the Liquidator”: A Teaching Case Based on the Film “Other People’s Money”

Joaquim Rubens Fontes-Filho  
Alex Ribeiro Maia Baroni

#### RESUMO

Este caso de ensino, baseado no filme ‘Com o dinheiro dos outros’, trata da decisão dos acionistas de uma tradicional empresa frente ao dilema de vender suas ações a um potencial investidor, e assegurar um recurso financeiro, ou tentar revigorar o negócio em um contexto de decadência do mercado. Uma vez que o comprador pretende fechar a empresa e vender seus ativos, a venda das ações detidas pelos empregados e cidadãos da cidade, principais acionistas, representaria a perda de empregos e de importante receita para o orçamento público, mas recusar a oferta de aquisição poderia significar perdas muito maiores a todos. Como os acionistas, particularmente esses grupos mais vinculados à empresa, devem responder à oferta? A situação dispõe o conflito entre questões de governança corporativa de uma empresa que produz fios e cabos em uma pequena cidade-dos Estados Unidos. De natureza atemporal, o caso permite aos discentes vivenciarem as escolhas e tensões presentes no governo societário das empresas e dificuldades para uma orientação aos stakeholders.

**Palavras-Chave:** Governança corporativa; Controle acionário; Fusões e aquisições; capitalismo de stakeholders

#### ABSTRACT

This teaching case, based on the movie ‘Other people’s money’, deals with the decision of the shareholders of a traditional company facing the dilemma of selling their shares to a potential investor, and securing a financial resource, or trying to reinvigorate the business in a context of market decline. Since the buyer intends to close the company and sell its assets, the sale of the shares held by the employees and citizens of the city, the main shareholders, would represent the loss of jobs and important revenue for the public budget, but declining the takeover offer could mean much greater losses for all. How should shareholders, particularly those groups most closely linked to the company, respond to the offer? The situation dispenses the conflict between corporate governance issues of a company that produces wires and cables in a small town-of the

Recebido em: 12/06/2023  
Aprovado em: 01/09/2023

Joaquim Rubens Fontes-Filho   
joaquim.rubens@fgv.br  
Doutorado  
Fundação Getúlio Vargas/EBAPE  
Rio de Janeiro / RJ – Brasil

Alex Ribeiro Maia Baroni   
baroni.alex@gmail.com  
Doutorando  
FGV  
Rio de Janeiro / RJ – Brasil

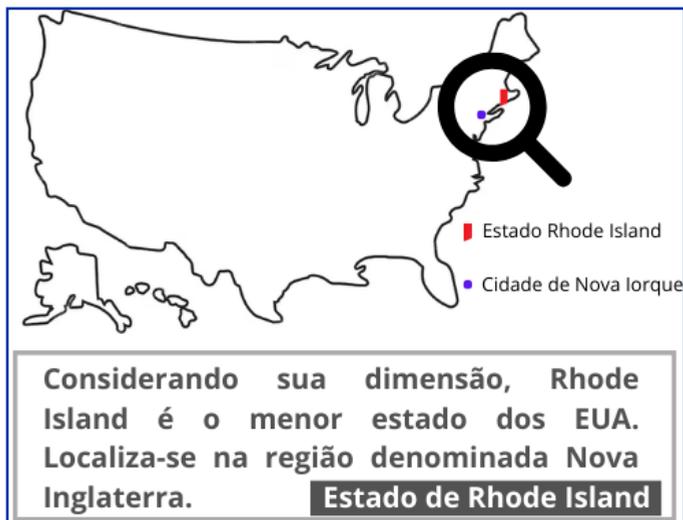
United States. Timeless in nature, the case allows students to experience the choices and tensions present in the corporate governance of companies and difficulties in providing guidance to stakeholders.

**Keywords:** Corporate governance; Ownership control; Fusions and acquisitions; stakeholder capitalism

## A companhia New England Wire & Cable

A história ocorre no início da década de 1990, na pequena Rhode Island na Nova Inglaterra, uma pacata cidade dos Estados Unidos que acompanhou de perto o crescimento de uma companhia, produtora de fios e cabos, chamada New England Wire & Cable (NEWC). Fundada 81 anos antes, a empresa era dirigida nos últimos 26 anos por Jorgy, filho do fundador, presidente do conselho de administração (PCA)<sup>1</sup>. Para os moradores de Rhode Island, a empresa era a principal empregadora, fonte de trabalho e renda, o que, somado à receita dos impostos, sinalizava à singular importância da companhia para a cidade. Além disso, muitos dos munícipes tinham na propriedade de ações da empresa seu principal instrumento de poupança.

**Figura 1.** Localização da New England Wire & Cable.



<sup>1</sup> Uma referência dos cargos na governança da empresa americana pode ser encontrada em Murphy (2022).

A NEWC tivera períodos muito prósperos nos anos anteriores, o que permitiu uma estratégia de crescimento, com expansão das atividades para aproveitar as boas oportunidades de mercado, inclusive com a aquisição de três outras companhias em diferentes áreas: encanamento, eletricidade e adesivos.

A NEWC estava constituída de forma semelhante a uma sociedade anônima de capital aberto, formada exclusivamente com ações com direito de voto. Seu principal dirigente, presidente do conselho de administração (PCA) e filho do fundador, possuía 20% das ações e os diretores um total de 5%, mesmo percentual detido pelos empregados, perfazendo 30% das ações, sendo o restante das ações negociados na bolsa com outros acionistas.

Entretanto, ao longo do tempo o fluxo de resultados positivos definhou, e a NEWC perdeu muito da pujança anterior. Um aumento de 20% no valor da ação, saindo de 10 para 12 dólares em pequeno período animou seus gestores. Uma fotografia com a administração e todos os empregados registrou esse momento de felicidade para a posteridade. Entretanto, mesmo ao posarem para a foto, empregados e administradores ainda lembram, com grande nostalgia, os períodos áureos da empresa, quando o papel chegou a valer 60 dólares, ou cinco vezes mais que naquele momento festivo. Essa lembrança reforça o fato que a empresa passara por uma grande desvalorização de suas ações ao longo dos anos.

## A Chegada d Investidor: Quanto Tempo não Vejo Uma Limusine por Aqui

Larry Garfield é um investidor do mercado de ações na bolsa de Nova Iorque (NYSE), em Wall Street, e proprietário de uma grande empresa nessa área chamada Garfield Investments. Por meio dessa empresa, Larry atua em associação com vários advogados, e apoiado por modernos sistemas computacionais e bases de dados, em busca de empresas em situação financeira delicada, com vistas a elaborar proposta de aquisição das ações da empresa e, após fechar seu capital, vender seus ativos e liquidá-las. São empresas que valem "mais mortas do que vivas", ou seja, o valor de seus ativos supera seu valor de mercado (número de ações vezes valor da ação). Nas últimas semanas, Larry e sua equipe vinham acompanhando de perto a NEWC,

construindo sua estratégia de atuação, adquirindo inclusive um grande volume de papéis da companhia.

Seguindo esse interesse, Larry solicita que sua secretária entre em contato com a NEWC para marcar uma reunião com seus executivos. A direção da empresa recebe a ligação de Larry com curiosidade, e alguma preocupação, já que conhecem a fama de Larry de atuar para adquirir e liquidar empresas.

Na data marcada para a reunião, Larry chega em sua limusine e muitos empregados da companhia ficam surpresos ao verem um carro desses na planta da fábrica. Ao recebê-lo em sua sala, o Jorgy lembra-se então da última limusine que chegou até lá, muitos anos atrás, trazendo o então candidato Harry Truman<sup>2</sup>, durante a disputa presidencial dos Estados Unidos.

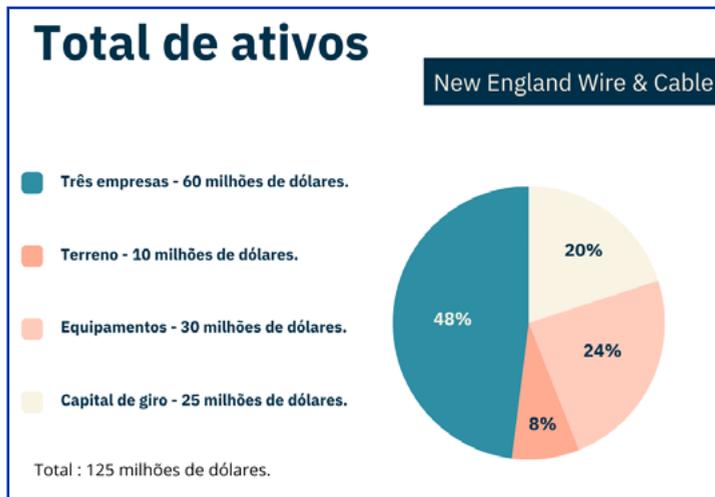
Presente também nessa reunião está Coles, o presidente da NEWC, que logo questiona Larry quanto a seu conhecimento sobre cabos e fios, a atividade principal da empresa. Larry, em tom sarcástico, responde: "Sei que se o cabo estiver podre o elevador não sobe" (em referência ao fato que o elevador quebrado da empresa o obrigou a subir vários lances de escada).

Dá-se então início a conversa sobre negócios. Larry argumenta que, mesmo com o bom desempenho apresentado no passado longínquo, a NEWC não está passando por bons momentos atualmente, e por isso não está apresentando lucro, embora as outras empresas que a NEWC adquiriu estejam trazendo resultados positivos nos negócios de encanamento, eletricidade e adesivos. Porém, mesmo sem dar lucro, a companhia ainda se mostra com boas reservas, como um capital de giro de 25 milhões de dólares, com uma parcela líquida de 10%. Larry comenta, também, sobre os equipamentos da empresa que, novos, valeriam 120 milhões de dólares, mas na situação atual ainda poderiam alcançar entre 30 e 35 milhões em uma eventual venda, apesar de seu uso por anos. Destaca também o terreno onde está localizada a planta, ocupando uma área de 110 alqueires, com valor de mercado em torno de 10 milhões. Ainda, outros 60 milhões estariam associados ao valor das três empresas que foram adquiridas ao longo dos anos. Com base nessas avaliações, estimou um valor total de 125 milhões de dólares para a empresa.

---

2 Truman foi presidente dos Estados Unidos de 1945 a 1953.

**Figura 2.** Ativos da New England Wire & Cable.



Mesmo apresentando esses números, Larry indica que a companhia está sendo sustentada há bastante tempo pelas novas unidades, ou seja, pelas empresas adquiridas no passado. E pondera que esse desempenho não deixaria um sócio feliz. Para ceder a qualquer dúvida, Larry diz que poderia até imaginar um número sensivelmente menor e mais real ao reavaliá-la em 100 milhões, mostrando que ela é solvível e afirma: “É o sonho de todo sócio.”.

Larry então questiona: “Quantas ações a companhia têm?”

Jorgy, o PCA, responde: “4 milhões.”

Larry continua: “100 milhões de dólares dividido por 4 milhões?”

Jorgy responde: “25”

Com base nesse cálculo, Larry afirma que cada ação da companhia valeria 25 dólares, mas a cotação atual do papel está bem abaixo disso. Assim, Larry identificou nessa companhia um grande potencial pela razão de poder comprar ações bem mais baratas, chamando inclusive de: “A grande promoção”. O PCA responde a Larry que a companhia não está a venda. Mas Larry diz que não quer comprar a companhia, só deseja o que todo sócio quer – “Ganhar dinheiro”.

Nesse momento, Coles retruca: “Você já pagou 10 e vale 14 nesse momento.” Larry responde: “Está em 14 porque eu estou comprando”. Ou seja, os papéis que tiveram profunda desvalorização ao longo das décadas, estavam valorizan-

do-se nos últimos dias em virtude das compras volumosas que Larry estava realizando. Inclusive foi essa razão que levou, dias antes, a felicidade dos administradores e empregados, posando para fotografias para comemorar a valorização das ações.

Bem enfático, Larry conclui seu raciocínio: "Livrem-se da parte de fios e cabos. É um câncer econômico". Jorgy então se posiciona em frente a Larry e, um tanto nervoso, diz que ele não vai adquirir a sua empresa e que não vai "suicidá-la". E Larry, sempre com seu discurso ácido, retruca: "Não pense como um suicídio, pense como uma eutanásia". Jorgy diz a Larry que a reunião acabou e sai da sala.

Larry volta para sua limusine, liga para seus advogados e diz: "Compre a New England Wire & Cable. Tudo o que puder.". Alguns dias depois, Larry chega a ter 12% das ações da empresa de cabos.

## Vamos Chamar um Advogado

Jorgy contrata uma advogada chamada Kate para lidar com essa situação, sua enteada. Kate orienta a família a usar o capital de giro da empresa para comprar o maior número de ações que conseguir e, se necessário, fazer até empréstimos para essas aquisições. Kate então argumenta: "Cada ação que comprar é uma a menos para ele. Quanto maior o preço, menor é o benefício para ele". A estratégia era que, com a compra, o preço da ação aumentaria tornando menos interessante a aquisição.

Mas Jorgy não aceita muito bem essas opções e a advogada busca algum tipo de negociação com Larry, na proposta de dissuadi-lo dessa investida. Nesse momento o papel já estava valendo 18 dólares, quando então ela se oferece a comprar as ações de Larry por 20 dólares. Larry nega e Kate busca outras formas para tentar convencê-lo. Assim, tenta persuadir Larry a participar da reunião anual com os acionistas, com o argumento de que, se a proposta dele vencer por meio da votação, ele encurtará para alguns meses o processo judicial, o que de outra forma poderia levar anos para terminar. Assim, propõe a Larry que, se ele convencer os acionistas a venderem as ações, Jorgy venderia as suas, na totalidade, ao preço de 20 dólares por ação, mas, se perdesse, Larry deveria vender suas ações por 15

dólares para a direção da companhia. Larry reluta, mas aceita participar da assembleia com os acionistas.

## Eu Também Quero Negociar com Você

Coles, que nas primeiras conversas com Larry manteve uma posição de embate, enxergou após certo tempo que o discurso de Larry era sensato e o procurou para negociar suas ações com ele.

Coles detinha 60.000 papéis e durante o processo da negociação comprou mais 40.000 totalizando agora 100.000 papéis. Coles está com receio das consequências da estratégia que Larry está realizando, e se diz disposto a vender a totalidade de seus papéis ao investidor. Larry faz uma contraproposta, de comprar as ações de Coles caso façam alguma diferença na eleição com os acionistas, permitindo-lhe alcançar maioria. Coles não fica muito satisfeito, mas aceita a proposta, deixando com Larry a documentação referente a essas ações.

## Larry Eu te Imploro para Não Fazer Isso

Em uma última cartada, a sra. Sullivan, esposa de Jorgy, decide então ir até o escritório da Garfield Investments para uma conversa reservada com Larry, dias antes da assembleia. Ela busca explicar que essa companhia representa esperança e sonho para todos aqueles envolvidos com o seu dia a dia: "quero falar de esperanças e sonhos...tradições". Enaltece o trabalho duro que fora ali realizado e faz a ressalva de que a empresa não tem dívidas e, portanto, sua família não merece perdê-la. Levantando uma espécie de bandeira branca em busca de trégua, oferece 1 milhão de dólares como pagamento de *greenmail* (pagamento a um investidor para evitar uma tentativa de aquisição hostil), para dissuadir Larry de sua investida, e completa: "o dinheiro não tem essa importância para mim".

Ele negou a proposta, considerando insuficiente, e concluiu: "Eu não roubo viúvas ou órfãos, eu ganho dinheiro para eles". A sra. Sullivan, indignada, retruca, "...antes ou depois de tirá-los do negócio?", e deixa o escritório de Larry.

## Horas Antes da Assembleia

Jorgy está ansioso e dormiu mal nas semanas que antecederam a assembleia. Fazendo um mea-culpa, reflete se realmente a companhia teria ficado parada no tempo frente ao novo ambiente de negócios. E lamenta que, o que sabem àquele momento é antiquado e não serve para os dias atuais: "os tempos mudaram...onde estão as pessoas que se ajudavam umas às outras?". Ele demonstra ter raiva de Larry e não gostaria fosse favorecido na votação na assembleia.

## Eis que Larry Chega para a Assembleia

Assim que Larry chega em sua limusine à NEWC para a assembleia, é cercado por jornalistas que o perguntam: "Quais os seus planos para a empresa New England?". Larry responde: "Tornar os sócios mais ricos".

Um outro repórter ainda questiona: "Vai liquidar a firma? Qual o futuro dos empregados?". A resposta de Larry foi: "Minha obrigação é com os sócios".

**Figura 3.** Ilustração de Assembleia de empresa.



## A Assembleia: A Exposição e Argumentos da Administração

A assembleia geral de acionistas teve como agenda principal a eleição da chapa que comporia o novo conselho de administração. Caso a chapa de Larry fosse a vencedora, na prática os acionistas estariam votando em sua proposta de aquisição e liquidação da empresa.

Logo ao início da assembleia com os acionistas, o primeiro a discursar foi Jorgy, o presidente do conselho de administração. Na plateia, um conjunto bastante diverso de acionistas, composto tanto por investidores externos como por membros antigos da comunidade e empregados, todos compartilhando expectativas com o futuro da empresa. Jorgy foi chamado ao microfone por Coles e recebido com muitos aplausos pela plateia. Em um discurso forte, argumentou que estava buscando salvar a empresa a qualquer custo, e pontuou: "Esta orgulhosa companhia que sobreviveu à morte de seu fundador, a numerosas restrições, à maior depressão e a duas guerras mundiais, está em perigo iminente de autodestruição".

Jorgy continua sua mensagem para os acionistas indicando que o responsável pela destruição da empresa seria Larry, "*the liquidator*". Em seguida, apontando para Larry pondera: "Eu quero que vocês olhem para ele, no alto de sua glória. Larry, o empresário da América pós-industrial brincando de Deus com o dinheiro das outras pessoas".

Jorgy procura mostrar que Larry está interessado apenas no dinheiro e lucro que irá obter. Argumenta que compradores como Larry, não criam produtos e empregos, mas sim os destroem. O PCA então repete, emocionado, uma frase que foi dita a ele por Larry sobre seus motivos por encerrar as atividades da companhia: "eu vou te matar, porque neste momento particular do tempo, você vale mais morta do que viva.". E Jorgy continua:

"Olhe ao seu redor. Olhe o seu vizinho. Você não o mataria, você faria isso? Não! Isto é chamado de assassinato e é ilegal. Bem, isto também é um assassinato em massa. Só que eles em Wall Street chamam de maximizar o valor dos acionistas e eles chamam de legal. E eles substituíram por notas de dólar, onde a consciência deveria estar. Droga! Um negócio vale mais do que o valor de suas ações. É o lugar onde nós ganhamos nossa

vida, onde nós conhecemos nossos amigos, o sonho de nossos sonhos. E estas são as razões que constroem o vínculo de nossa sociedade em conjunto. Então, vamos agora, nesta reunião, dizer a cada Larry na Terra, que aqui nós construímos coisas, nós não as destruímos. Aqui nos preocupamos com mais que o valor das ações. Aqui nós nos preocupamos com as pessoas.”

Jorgy termina seu discurso sob aplausos dos acionistas, especialmente daqueles que também eram empregados e investiam seus recursos na empresa. Na plateia, rostos felizes sinalizavam aprovação a seus argumentos.

## A Assembleia: A Exposição e Argumentos do Investidor Larry

Na sequência, Larry é convidado a discursar para os acionistas, e apresentar suas propostas. É recebido, contudo, com muitas vaias pela plateia de acionistas. Sempre sarcástico, inicia sua fala referenciando as palavras proferidas por Jorgy: “Amém, amém”. Para ele, diz, de onde ele vem, após ouvir uma oração, diz-se amém. E segundo ele, ainda em tom de ironia, a fala do PCA da NEWC foi uma oração para aqueles que morreram: “De onde eu venho esta oração específica é chamada de oração para os mortos”.

Larry então busca fazer uma comparação sobre a atividade-fim dessa empresa com uma fábrica de chicotes para cocheiro.

“Você sabe, há algum tempo deve ter havido dezenas de companhias fazendo chicote de cocheiro. E eu apostaria que a última companhia ao redor, era que fazia o melhor chicote de cocheiro que vocês já viram. Agora, quem de vocês gostaria de ser acionista dessa companhia? Vocês investiriam em um negócio que está morto?”

Para Larry, a NEWC possuía um produto de qualidade, mas que, atualmente, encontra-se obsoleto, superado em um mercado que se volta para as fibras óticas e novas tecnologias. “Ficamos antiquados”. E completa: “Nos últimos 10 anos esta companhia sangrou seu dinheiro”.

Larry defende que os acionistas devem aceitar sua proposta enquanto ainda é possível receber alguma coisa pelas ações da companhia, antes que ela venha à falência. E reforça sua posição ao afirmar:

"Eu estou fazendo você ganhar dinheiro. E antes que nós nos esqueçamos, esta é a única razão pela qual você se torna acionista. Em primeiro lugar vocês querem ganhar dinheiro. Vocês não ligam se eles fabricam fios, cabos, fritam frango ou plantam tangerinas. Vocês querem ganhar dinheiro."

Embora Larry tenha sido recebido com muitas vaias ao início do seu discurso, ao final alguns aplausos tímidos se manifestam, sendo também possível presenciar muitos dos acionistas com uma grande interrogação em seus rostos pelo discurso contundente apresentado por Larry. Os acionistas são então orientados a depositarem seus votos na urna localizada ao fundo do salão.

Para os acionistas, é uma difícil decisão. Os gestores, também acionistas, certamente perderiam suas funções com a aquisição, da mesma forma que os empregados, e estes possivelmente perderiam também seus recursos previdenciários depositados nas ações da NEWC. Os cidadãos-acionistas vão sentir a falta da empresa, principal empregadora e pagadora de impostos, mesmo que enfrentando uma redução de importância nos últimos anos. Os investidores, sem outros vínculos com a empresa, refletem sobre o conflito entre apoiar uma empresa orientada para os *stakeholders* – sociedade, empregados, administradores e fornecedores – mas com lucro reduzido e sob ameaça de extinção, ou vender suas ações mesmo com prejuízo, na maioria dos casos. Que decisão deveria ser tomada?

## REFERÊNCIA DO FILME:

Jewison, N. (Diretor). (1991). Com o dinheiro dos outros [Filme]. Warner Bros.

## Notas de Ensino

O caso de ensino desenvolvido nesse documento se propõe a ser do tipo caso-problema (Böcker, 1987). Se destina a promover uma discussão que projete o melhor resultado possível, dessa forma desenvolvendo nos alunos a análise crítica e capacidade de tomar decisões (Ambrosini, Bowman & Collier, 2010). Através dessa leitura os alunos poderão discutir variados aspectos relacionados com a governança corporativa, os conflitos entre os grupos e dilemas éticos que apresenta, buscando trazer uma vivência aos temas lecionados em sala.

O filme traz um exemplo dos conflitos entre os distintos interesses dos grupos de acionistas, e um problema fundamental na governança corporativa que é a tensão entre gestores e acionistas, o problema de agência (ou principal-agente). Assim, enquanto os gestores queriam que a empresa tivesse continuidade, sem a transferência do controle e sua posterior liquidação, os acionistas ficaram divididos entre a venda das ações – elegendo a chapa do investidor – e a tentativa de reconstruir a empresa. Interesses de acionistas (principais) e gestores (agentes) sintetizam os problemas de governança identificados no desenvolvimento da empresa semi-pública americana há quase cem anos (Berle & Means, 1932).

No Brasil, a hegemonia do controle definido nas empresas listadas, quando um acionista ou grupo detém a maioria das ações votantes e, direta ou indiretamente, o poder de controle, as possibilidades da aquisição hostil do controle (*hostile takeover*), como visto no filme, são menos frequentes. Entretanto, a crescente pulverização da propriedade ou direitos de voto da empresa brasileira – a exemplo da Vale, Embraer, Hering, B3 e, mais recentemente, Eletrobras – torna essa situação mais próxima da realidade. Mesmo com essa diferença entre esses mercados, ao trazer as divergências e conflitos entre os grupos de acionistas quanto a aceitar a proposta do investidor, o filme retrata uma situação próxima ao ambiente brasileiro, quando os problemas principal-agente se deslocam para o problema principal-principal, entre os próprios acionistas.

Mas o contexto da assembleia ultrapassa as empresas listadas, ocorrendo na maioria das organizações, e nesse sentido o caso ajuda a caracterizar os dilemas dos votantes. Uma empresa com lucro deve reinvestir para crescer, ou distribuir dividendos? Deve adquirir outras ou ser fundida? Deve ampliar o número de sócios, trazendo mais capital ao negócio, mas diluindo o poder dos sócios atuais? São exemplos de discussões presentes em todos os processos de decisão coletiva.

No caso, os acionistas devem enfrentar vários dilemas. Para um empregado, vender as ações significa perder o emprego, com o fechamento da empresa, mas não vender pode significar que ficaria sem emprego e sem o dinheiro das ações. Para os cidadãos, desafio semelhante se passa, pois com a venda das ações resguardariam uma parte de seus recursos, mas poderiam assistir a decadência da cidade. Aos gestores, além da perda do emprego sofreriam prejuízos à reputação. Para os investidores, o apelo de uma orientação aos *stakeholders* e a imagem de

uma empresa preocupada com seus empregados e comunidade impõem um potencial dilema ético.

O quadro seguinte apresenta os principais elementos na evolução da situação apresentada no caso:

### Quadro 1. Cronologia dos acontecimentos do caso.

Cronologia dos recentes eventos na New England Wire & Cable:

- As ações da New England Wire & Cable (NEWC) sobem de 10 para 12 dólares, motivando comemorações na empresa.
- Chegada na NEWC de Larry "O liquidador", investidor com interesse em adquirir a empresa.
- Reunião áspera entre a direção da empresa e Larry, que expõe seu interesse em comprar a empresa e liquidar todos seus ativos. A direção não aceita a proposta de Larry.
- Larry, através da sua empresa Garfield Investments, começa a comprar todas as ações que pode da NEWC.
- Jorgy, o presidente do conselho de administração (PCA), contrata uma advogada para buscar meios de evitar a aquisição hostil que Larry está fazendo.
- Coles, o presidente operacional, acompanha a investida de Larry e decide vender seus papéis para ele, acreditando que seria o melhor a fazer.
- A senhora Sullivan, esposa de Jorgy, vai ao encontro de Larry nas dependências da Garfield Investments. Ela tenta dissuadi-lo dessa investida, oferecendo 1 milhão de dólares.
- Tem início a assembleia de acionistas que vai decidir o futuro da NEWC. Na pauta, aceitar a venda das ações a Larry, elegendo sua chapa para comandar o conselho, ou manter as ações na expectativa de recuperação da empresa, como espera Jorgy.
- O presidente Coles abre a sessão apresentando o PCA e o investidor aos acionistas presentes.
- Jorgy é o primeiro a discursar. Suas palavras expressaram a vontade de manter a NEWC em funcionamento, afirmando que a empresa é essencial para a cidade, pelo pagamento de impostos e geração de empregos. Além disso, atacou com palavras duras o investidor Larry.
- Para os empregados, grandes detentores de ações, é forte o dilema entre vender as ações ou arriscar perder tudo, emprego e patrimônio
- Em seguida, Larry inicia seu discurso. A sua posição é voltada para os acionistas, apontando que o negócio da empresa está superado, e o melhor é que lhes vendam as ações para desmobilizar seus ativos.
- Ao final, os acionistas iniciam a votação. Encontram-se sob grande dúvida entre as duas propostas que foram apresentadas.

## OBJETIVOS DE ENSINO

O caso permite estabelecer associações com aspectos do tema da governança corporativa, relevante às companhias e em especial àquelas que possuem capital aberto e negociado na bolsa de valores. Mas permite também trazer ao debate os dilemas e conflitos dos processos decisórios e assembleares de organizações de natureza coletiva, ou mesmo empresas de capital fechado. O caso estimula a discussão sobre a orientação da organização, seu papel e função social, e a necessidade de alinhamento dos interesses dos sócios (ou associados) e as consequências das decisões. Em linha com a reflexão de Chimenti (2020), o principal *takeaway* ou aprendizado que a reflexão deste caso permite é que a governança de uma organização reflete uma miríade de interesses de seus *stakeholders*, eventualmente díspares e contraditórios.

## FONTES E MÉTODOS DE COLETA

Os dados foram construídos sob a representação mostrada no filme 'Com o dinheiro dos outros' do inglês "Other people's money", com os dilemas dos acionistas e administradores sintetizados no evento da Assembleia Geral e nas falas do PCA, principal acionista, e do investidor. Manteve-se a estrutura como a mais fiel possível sobre a história apresentada na película. Por identificar que nada agregaria na temática da aula, optou-se por omitir nesse caso de ensino, questões amorosas do investidor Larry com a advogada Kate e outras temáticas relacionadas à evolução da empresa.

## DISCIPLINAS SUGERIDAS PARA USO DO CASO

Esse material pode ser utilizado pelos cursos de graduação e pós-graduação em Administração de Empresas, de forma geral, ou mais especificamente em disciplinas de Governança Corporativa, Mercado de capitais e Finanças. Orientando a discussão para os processos de decisão coletiva e conflitos de interesses entre sócios ou associados, pode ser utilizado também em disciplinas de governança das organizações sem fins lucrativos e cooperativas.

## POSSÍVEIS TAREFAS E/OU QUESTÕES PARA APLICAÇÃO COM OS ALUNOS

Este caso de ensino descrito permite debater questões específicas da governança, tais como problemas de agência, oportunismo gerencial, fusões e aqui-

sições com tomada de controle, e conflitos entre sócios, como também aspectos relativos ao papel e função social da empresa, inclusive perante o confronto entre as visões *stakeholder* versus *shareholder* na orientação da empresa. Mas, de forma geral, o principal dilema colocado no caso é entre o lucro e a função social da empresa, a partir da visão dos acionistas.

Embora o caso trate da história de um filme, o material descrito no caso de ensino é suficiente para os alunos analisarem e construírem seus pontos de vista. Mas pode ser considerado apresentar os trechos do filme utilizados na construção do caso, antes ou após a discussão. Uma possibilidade, inclusive, é assistir à primeira parte, com a defesa do PCA, realizar um primeiro debate, e assistir a segunda parte, com a fala do investidor, e consolidar os debates. Os trechos da assembleia estão disponíveis no YouTube em:

- Apresentação PCA Jorgy (4'31") - <https://youtu.be/xJRhrow3Jws>
- Apresentação investidor Lary (2'03") - <https://youtu.be/ulity7vFwVYM>

A seguir, encontram-se listadas algumas sugestões de questões que podem ser tratadas nesse caso de ensino:

- **Questão 1:** Como empregado da empresa, e significativa parcela de sua poupança em ações da NEWC, como você votaria? E se fosse o prefeito da cidade (e acionista)?
- **Questão 2:** Quem poderia ser considerado o "dono" da companhia?
- **Questão 3:** Quais as consequências que a configuração da propriedade da NEWC traz para seu processo decisório?
- **Questão 4:** Qual a capitalização de mercado (*market capitalization*) da NEWC e por que isso importa no caso?

## DISCUSSÃO DAS QUESTÕES

**Questão 1:** Como empregado da empresa, e significativa parcela de sua poupança em ações da NEWC, como você votaria? E se fosse o prefeito da cidade (e acionista)?

Este é o ponto principal do debate trazido no vídeo. Ele contrapõe uma lógica de apoio à empresa, suas partes interessadas (empregados, fornecedores etc.)

à lógica financeira de maximização de valor do acionista (MVA). Ocorre que não seria uma MVA, mas como apresentado uma tentativa de recuperar ao menos os ativos da empresa. Como disse o investidor ao repórter quando questionado: "Vai liquidar a firma? Qual o futuro dos empregados?", e sua resposta foi: "Minha obrigação é com os sócios". Com quem é a responsabilidade da empresa? Como entender sua função social? Nesse sentido, a própria lei das sociedades anônimas (Lei 6.404/1976) dispõe que "O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa" (Art. 154).

Nesse contexto, pode ser explorada a discussão entre o economista Milton Friedman (1970), bastião do neoliberalismo, que afirmou que "*the business of business is business*", negando uma função social direta, à visão do capitalismo de *stakeholders*, propalada por pensadores como Freeman, Martin e Parmar (2007), que afirmam que aquelas abordagens desconsideram análises éticas, adotando uma visão simplista dos seres humanos e priorizam a captura de valor em vez da criação de valor.

É espaço para também avançar nas discussões atuais sobre capitalismo de *stakeholders* e investimentos ESG (*environmental, social and governance*), que provoca uma reflexão sobre o papel das empresas e alinhamento com as expectativas da sociedade. Uma referência consolidada no tema é apresentada por Frazão (2021) e Li et al. (2021). Jensen (2002) elabora uma tentativa de compatibilizar ambas as perspectivas, propondo a lógica da maximização de valor esclarecida, que considera a maximização do valor de longo prazo da empresa como o critério para fazer as compensações necessárias entre os *stakeholders*.

### **Questão 2:** Quem poderia ser considerado o "dono" da companhia?

A palavra "dono", frequentemente utilizada para definir aquele indivíduo ou grupo que controla uma empresa, é inadequada para expressar esse controle nas sociedades anônimas (S/A), e mesmo nas empresas limitadas. O controle acionário de uma companhia S/A, no tocante a sua concentração, pode ser descrito segundo as definições de concentrado, disperso e pulverizado (Pedersen & Thomsen, 1997). Concentrado é quando o acionista detém mais de 50% das ações, dominante, quando o acionista principal ou grupo investidor detém acima de 20%, mas

menos 50% das ações, e disperso, quando nenhum acionista possui 10% ou mais das ações. Conforme a legislação (Lei 6.404, Seção IV Art. 116), o investidor dominante pode deter, na prática, o controle da empresa mesmo não tendo a maioria do capital. A classificação divulgada pela CVM, qualifica os acionistas como majoritário, controlador e minoritário, com poderes similares aos utilizados na classificação internacional anterior (CVM, 2019).

A companhia NEWC, apresentada no filme, possui suas ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque, que opera a partir de Manhattan, na Wall Street, onde está o centro financeiro dessa cidade. Ou seja, essa empresa em algum período do passado tornou-se uma *public company* (Leal, 2004), o que significa dizer que abriu seu capital para o público<sup>3</sup>. E, assim, quando decidiu negociar seus papéis na bolsa deu início ao processo de Oferta Pública Inicial de suas ações ou, como conhecido pela sigla em inglês, de IPO (*Initial Public Offering*). Como definido no caso, o capital da NEWC seria disperso, em razão de Jorgy, PCA, presidente do conselho e maior acionista, ter 20% das ações.

**Questão 3:** Quais as consequências que a configuração da propriedade da NEWC traz para seu processo decisório?

No caso da NEWC, a estrutura dispersa da propriedade traz, como consequência, a ausência de poderes individuais de acionistas para uma decisão, precisando sempre da deliberação coletiva. Esta é uma situação que começa a se disseminar no Brasil, nas assembleias de empresas de controle pulverizado (*corporations*).

Diversos artigos analisam os efeitos da estrutura de propriedade sobre o desempenho das empresas e outros aspectos (ver Demsetz & Villalonga, 2001; Thomssen & Pedersen, 2000), bem como o ambiente institucional traz efeitos para a predominância de determinada estrutura (Clarke, 2007; Tricker & Tricker, 2015).

Pode ser necessário esclarecer que, no Brasil, são ainda raras as empresas que apresentam uma estrutura de controle disperso ou pulverizado (CVM, 2019), com poucos exemplos de empresas qualificadas como *true corporation*. Exceto por um pequeno número de companhias, quase que a totalidade está associada a

3 Aqui pode ser observado que a denominação "empresa pública" no Brasil é tipicamente empregada para as empresas sob controle único do estado ou ente estatal, tais como os Correios, a Casa da Moeda e a Caixa Econômica Federal (ver Lei 13.303/2016). Na terminologia inglesa, a "public company" é a empresa com o capital nas mãos do público-acionista.

figura de um proprietário ou a um grupo de pessoas que controla a empresa (Fontes Filho, 2020). Portanto, na grande maioria dessas companhias brasileiras, existe a figura de uma *proxy* de "dono" (proprietário) que detém o controle. Pode ser lembrado que a primeira companhia brasileira com ações dispersas na bolsa foi a Renner, em julho de 2005, mas atualmente já é possível encontrar outras empresas listadas com o capital disperso, como o caso da Vale, Embraer, Yduqs, 3R, Equatorial e PRIO. Um exercício adicional pode ser solicitar aos alunos escolherem uma empresa e identificarem a distribuição de seu capital, discutindo as consequências dessa situação, o que pode ser identificado (Composição Acionária) no site de Relações com Investidores das empresas.

No caso da NEWC e outras empresas sem controle definido, a importância da assembleia nas decisões da empresa é impulsionada, ao contrário do que ocorre em empresas sujeitas a um controlador que, por definição na lei brasileira (Lei 6.404 Art. 116) "usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia", o que reduz o poder das deliberações dos acionistas minoritários nas assembleias.

Para a discussão do caso, pode ser aprofundada a análise e consequência dos distintos tipos de mercados e governança, exemplificando com a comparação entre o ambiente brasileiro, de propriedade concentrada, e o americano, de propriedade pulverizada. A tabela a seguir traz as principais diferenças entre o ambiente de mercado americano e dos países anglo-saxões, onde predomina a propriedade dispersa e usualmente definido como sistema aberto ou dos acionistas (*outsider system*), e nos países latinos e europeus continentais, onde a concentração da propriedade é o mais frequente (sistemas internos ou *insider system*).

**Tabela 1.** Diferenças entre sistemas abertos (*shareholders*) e fechados (*stakeholders*) de governança.

	Sistemas abertos ( <i>shareholder / mercado / equity</i> )	Sistemas internos ( <i>stakeholders / interno / dívida</i> )
Características	Acionistas pulverizados e fora das operações	Propriedade concentrada influenciando as operações
	Importância das bolsas e mercados de capitais	Importância dos bancos e mercados financeiros de créditos

Predomínio	Contexto anglo-saxão	Europa continental e América Latina
Controle	Separação propriedade e controle (gestão)	Associação da propriedade e controle
	Baixo incentivo a investidores externos em participar do controle corporativo	Controle por partes interessadas (bancos, empresas relacionadas, empregados)
Finanças	Baixas relações de dívida/capital e créditos bancários/passivo total	Elevadas relações de dívida/capital e créditos bancários/passivo total
	Mercados financeiros altamente sofisticados e diversificados	Baixo nível de sofisticação e poucas oportunidades de diversificação nos mercados financeiros
Comportamento	Saída ( <i>exit</i> )	Influência ( <i>voice</i> )
Crescimento	Crescimento por fusões e aquisições	Crescimento orgânico
Tomada de controle	Frequentes tomadas hostis de controle, com antagonismos e custos elevados	Ausência de tomada de controle hostil (aquisições não solicitadas)
Orientação	Curto prazo	Longo prazo
Missão dos administradores	Desempenho dos ativos para liberar/criar valor	Criar valor de longo prazo para <i>stakeholders</i>
Estratégia	Baixo comprometimento dos investidores com estratégias de longo prazo das empresas	Partes interessadas contribuem para a estratégia, e intervenções por investidores não acionistas limitadas a períodos de fragilidades e falhas financeiras
	Prioridades nas estratégias competitivas e de mercado, e na lucratividade	Prioridades nas estratégias de produção e operações, na qualidade e no volume de vendas

<b>Stakeholders</b>	Interesses de outros <i>stakeholders</i> não estão representados	<i>Stakeholders</i> diversos estão representados
Fraquezas	Tomadas de controles (aquisições) podem criar monopólios	Pode encorajar conluios entre grupos
	Gestores podem se tornar auto-interessados	Obrigações sociais podem reduzir o ritmo de reestruturações
Força	Volatilidade	Menor transparência
	Orientação para mercado	Fontes de capital estáveis

**Fonte:** adaptado de Clarke, T. (2007)

**Questão 4:** Qual a capitalização de mercado (market capitalization) da NEWC e por que isso importa no caso?

*Market capitalization*, ou simplesmente *market cap*, é uma das formas bastante difundidas de considerar o valor de mercado de uma companhia listada (Andriy & Per Ostberg, 2009). É calculado com base no preço das ações (ON e, se for o caso, PN), multiplicado pelo número de ações em circulação e atualmente detidas por todos os seus acionistas (*outsanding shares*), incluindo blocos de ações de controladores e ações restritas detidas pelos administradores. Foi dessa forma que Larry fez a avaliação para chegar ao preço justo do papel. Ou seja, 100 milhões de dólares seria o *market cap* da NEWC. A seguir, em destaque a conversa entre Larry e o PCA Jorgy.

Larry então questiona: "Quantas ações a companhia têm?"

Jorgy responde: "4 milhões."

Larry continua: "100 milhões de dólares dividido por 4 milhões?"

Jorgy responde: "25"

Essa é uma variável fundamental para mostrar que se algum investidor comprasse todas as ações, a 100 milhões de dólares, e vendesse os ativos da empresa pela projeção de 125 milhões, teria um lucro de 25 milhões na operação<sup>4</sup>. Ademais, a capitalização de mercado é utilizada para comparar o tamanho

<sup>4</sup> Essa conta não considera eventuais instrumentos de proteção ao minoritário na legislação brasileira, a exemplo do tag along (Lei 6.404 Art. 254-A) ou barreiras à concentração, previstas nos estatutos.

das empresas, entre setores e países, servindo também como base para a remuneração dos executivos e para investidores terem uma ideia realista do valor da empresa e de seus investimentos.

## CONTINUAÇÃO DO CASO

Após a contabilização dos votos, o resultado dá a vitória a proposta de chapa de Larry, com nova composição do conselho, com 2.219.901 de votos, contra 1.741.416 votos para o conselho atual liderado por Jorgy. As abstenções foram de 176.111 votos. Somados esses números, têm-se praticamente a totalidade dos votos possíveis. Na realidade, por ser um romance, a história do filme apresenta outros caminhos. Assim, a advogada Kate traz a proposta de uma empresa japonesa que pretende contratar a NEWC para fabricar telas de arame de aço inoxidável para uso em airbags de automóveis, parceria que poderá tornar novamente a empresa economicamente viável e lucrativa, e com um produto em expansão no mercado.

Entretanto, embora muitas vezes os alunos optem por uma estratégia de buscar novas oportunidades – o que acabou se apresentando no filme – essa discussão carece de dados para seu aprofundamento e, principalmente, não foi apresentada como uma possibilidade na assembleia para decisão dos acionistas.

## Referências

- Ambrosini, V., Bowman, C., & Collier, N. (2010). Using teaching case studies for management research. *Strategic Organization*, 8(3), 206–229. doi:10.1177/1476127010374254
- Andriy B., & Per Ostberg (2009). Does investor recognition predict returns?, *Journal of Financials Economics*, 91(2), doi:10.1016/j.jfineco.2008.01.006
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1997). *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 2ª. Ed. São Paulo: Nova Cultural.
- Böcker, F. (1987). Is Case Teaching More Effective than Lecture Teaching in Business Administration? An Exploratory Analysis. *Interfaces*, 17(5), 64–71. Recuperado em 31 janeiro, 2023, de <http://www.jstor.org/stable/25061009>.
- Brasil. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)
- Chimenti, P. C. P. S. (2020). Reflexões sobre casos de ensino memoráveis. *Revista de Administração Contemporânea*, 24, 376–379.

- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. doi:10.1016/j.ememar.2012.03.002.
- Clarke, T. (2007). *International corporate governance: A comparative approach*. Routledge.
- CVM Comissão de Valores Mobiliários (2019). *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em [https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro\\_top\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro_top_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf). Acesso em 9 fev. 2023.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Fontes Filho, J. R. (2020). Governança corporativa. In: Siqueira, M, Pereira, A. B., & Treiger, J. M. Brasil S/A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras. 2ª. ed. Rio de Janeiro: RR Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. Comunicação Corporativa, cap. 8, p.111 -131. ISBN 978-85-68668-02-3, 432 p.
- Frazão, A. (2021). Capitalismo de stakeholders e investimentos ESG. *JOTA Info*, Recuperado em 28 abril, 2021, de <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-28042021>
- Freeman, R. E, Martin, K., & Parmar, B. (2007). Stakeholder capitalism. *Journal of business ethics*, 74, 303-314.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. September 13. <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business ethics quarterly*, 235-256.
- Jewison, N. (Diretor). (1991). *Com o dinheiro dos outros* [Filme]. Warner Bros.
- Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Relatórios COPPEAD*, 371, 1-25. Rio de Janeiro: UFRJ. <http://hdl.handle.net/11422/9823>
- Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. ESG: Research progress and prospects. *Sustainability*, 13, 11663, 2021.
- Murphy, C. B. (2022). Chair: Definition in Business, Responsibilities, Vs. CEO. Investopedia. Em <https://www.investopedia.com/terms/c/chairman.asp>
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28, 759-778.
- Segal, T. (2022). CEO vs. President: What's the Difference? Investopedia. Em <https://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-president-and-ceo/>
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Tricker, B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.