

Carta

Dynamo 51

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2006

www.dynamo.com.br

A Oferta e o Olfato

Em fato relevante publicado em 17 de julho último, a Sadia anunciou publicamente a intenção de promover uma oferta pública para aquisição das ações da Perdigão, sua principal concorrente na fabricação e processamento de alimentos à base de proteína animal. Propondo, em dinheiro, aos acionistas da Perdigão, R\$ 27,88 por ação, a oferta representava um prêmio de 35% sobre a média dos últimos 30 dias de negociação. Embora rumores sobre eventuais movimentações no controle de ambas as companhias volta e meia surgissem no mercado, a primeira reação frente ao anúncio foi de surpresa e alguma perplexidade. 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.

Em meio a um ciclo bem sucedido de ofertas públicas iniciais, de um movimento favorável de liquidez e valorização nas ações e de uma crescente adesão voluntária de novas companhias aos melhores padrões de governança corporativa da Bovespa, a notícia de uma operação de troca de controle no mercado, independentemente de seus desdobramentos, foi recebida como mais uma boa nova em tempos de transformação. Trouxe ainda a expectativa do fim de uma época marcada pelos exagerados

prêmios de controles privados, sintoma de um mercado atrasado em regras e tolerante em condutas.

Ainda não foi desta vez. Apenas quatro dias após o anúncio - seguido de uma segunda tentativa a um preço 4% maior -, a diretoria da Sadia em novo fato relevante decidiu revogar definitivamente a oferta pública, alegando que suas propostas foram reiteradamente recusadas pelos acionistas do bloco de controle da Perdigão.

O desfecho evanescente do episódio encurtou seu período de exposição à mídia, mas não nos desencorajou de seguir refletindo conceitualmente sobre suas motivações, condicionantes e eventuais implicações. Passados quase seis meses, com o benefício do atraso desta Carta, resolvemos escrever sobre o assunto, cuja importância para o nosso mercado de capitais transcende os méritos específicos da oferta.

Mercado de Controle Corporativo

Num mercado amplamente dominado pela estrutura de propriedade concentrada, a possibilidade de troca de controle através de uma oferta pública para todos os acionistas inspira reações de entusiasmo entre todos os participantes. Isto porque, tentativas de compra de controle via mercado, conhecidas em inglês como takeovers, estão geralmente associadas a condições de contorno que sugerem um maior nível de maturidade de um mercado de capitais e, conseqüentemente, ações mais bem precificadas.

Nosso Desempenho

Neste terceiro trimestre, as quotas do Dynamo Cougar apreciaram em 6,2%, enquanto o Ibovespa apresentou um rendimento negativo de 0,5% e o IBX subiu 0,1%. No ano, o Fundo acumula um ganho nominal de 16,4% contra 8,9% do Ibovespa e 10,6% do IBX. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar gerou um retorno de 22,4%^{aa} em dólar e 20,0%^{aa} em IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa apreciou-se 10,3%^{aa} e 8,1%^{aa} e o IBX 15,0%^{aa} e 12,7%^{aa}, respectivamente sobre os mesmos índices.

A boa performance do Fundo no trimestre explica-se pelo bom desempenho de algumas posições importantes, com destaque para a Arcelor. Para além da discussão técnica sobre a troca de controle/oferta pública da Mittal, continuam positivas as perspectivas dos fundamentos operacionais deste setor e, particularmente, desta companhia. Entre as posições intermediárias que tiveram bom desempenho no trimestre, destacamos Porto Seguro (21,9%), Vivax (16,3%) e Fertibrás (41,2%), esta última motivada pelo anúncio dos controladores de promoverem uma oferta pública para fechamento de capital da companhia.

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

Pelo lado negativo, Pão de Açúcar foi a principal queda da carteira no trimestre (-16,9%). O mercado segue avaliando a companhia pelo desempenho das vendas mensais, o que tem trazido alta volatilidade ao preço da ação. De fato, as mudanças que esperamos na gestão da empresa têm um horizonte de maturação maior e ainda não se refletiram nos resultados operacionais trimestrais. Ao contrário, apenas os custos iniciais deste processo têm sido capturados pelas demonstrações financeiras recentes. E assim, tendo em vista o atual *valuation* no mercado, acreditamos que o efeito destas mudanças poderão ser positivos a médio prazo.

Continuamos aumentando marginalmente a exposição da carteira do Dynamo Cougar ao setor elétrico, que conta hoje com quatro posições diferentes. Nossa visão é a de que estas empresas apresentam baixo risco de performance em seus negócios, devendo gerar *free cash flows* operacionais estáveis e elevados, reforçados pela redução no pagamento do serviço de suas dívidas, resultante de um ambiente de taxas de juros declinantes. Basicamente, duas idéias sustentam esta tese: i) no segmento de geração, vemos que a curva de preços ascendente, resultante de um cenário de oferta cada vez mais apertado, ainda não se refletiu integralmente no *valuation* de algumas companhias; ii) no segmento de distribuição, enxergamos uma melhoria do ambiente regulatório - notadamente com a recuperação das perdas passadas e uma percepção mais benigna sobre o próximo ciclo de revisões. O tema é complexo e merece mais detalhes. Como ainda estamos ajustando estas posições, preferimos guardar os comentários mais específicos sobre as companhias para uma oportunidade futura.

Este patamar de preços das ações próximo do valor real das companhias costuma refletir um ambiente institucional mais favorável. Transações de troca de controle no mercado, quando ocorrem onde a estrutura do capital é dispersa, indicam a presença de uma possibilidade permanente de arbitragem. Ou seja, se alguém entender que, sob sua gestão, a companhia poderá atingir resultados melhores do que aqueles refletidos no atual preço da ação, tratará de alcançar via mercado a representatividade que lhe assegure o poder de comando sobre as decisões corporativas. Se a boa gestão se concretizar no futuro, este preço da ação será maior e todos os acionistas capturarão o ganho desta mudança bem sucedida. Se a nova gestão fracassar, segue aberta a possibilidade para um terceiro empresário tentar sua própria chance. A possibilidade de troca de controle no mercado acena o caminho livre para o funcionamento do sistema de preços, instalando assim um mecanismo permanente de arbitragem, sinal vital da dinâmica de alocação de recursos capitalista.

Como se sabe, a atividade de troca de controle no mercado requer a presença de uma estrutura de capital dispersa. O regime de propriedade é dito disperso, quando cada acionista isoladamente representa apenas uma fração reduzida do capital social¹. Já no modelo de propriedade concentrada, um acionista ou um pequeno grupo de acionistas possui uma parcela substantiva do capital social. Tamanha representatividade traduz-se em poderes para influenciar as decisões corporativas, cujo exercício efetivo, por sua vez, acaba por corroborar e caracterizar a própria existência de um regime de propriedade concentrada.

O interessante aqui é observar que se o regime de propriedade for disperso, haverá uma possibilidade real de que o controle da companhia possa a ser adquirido

através de uma oferta pública para todos os acionistas. Neste caso, se a oferta for bem recebida, o interessado terá condições de adquirir uma parcela relevante do capital social que lhe dê representatividade suficiente para obter a maioria do conselho de administração e assim comandar os negócios da companhia.

A idéia de que o controle de uma companhia esteja disponível no mercado, ao livre acesso de qualquer pretendente potencial, e não mais lacrado no tradicional bloco de controle, subverte nossos costumes mais arraigados. Daí o interesse e a polêmica pelo assunto. Além disso, a realidade da dispersão acionária traz algumas implicações novas, de natureza conceitual e também de ordem prática.

A primeira delas diz respeito ao valor da ação. O regime de propriedade concentrada geralmente impõe uma atribuição diferenciada de valor entre os acionistas. Ordinaristas participantes do bloco de controle, minoritários ordinaristas e preferencialistas possuem *status* de direito diferenciados em relação ao evento de uma troca de controle. Tudo o mais constante, o preço da ação no mercado tende a refletir este regime de castas, impondo um desconto proporcional à esperança matemática da participação de cada acionista no prêmio de controle. No modelo de controle disperso só com ações ordinárias, todas as ações tornam-se absolutamente idênticas quanto à forma de participarem do ganho de uma eventual troca de controle. Neste caso, diz-se que o prêmio de controle encontra-se disperso no mercado. E aqui, o preço da ação passa a traduzir de fato e de direito a quota-parte de cada acionista no valor total da companhia, além de capturar instantaneamente qualquer expectativa quanto a eventuais mudanças de gestão. Como corolário, neste regime mais equitativo e democrático de distribuição de valor na sociedade, o pre-

(1) A simplicidade desta definição abre espaço para alguma flexibilidade em se determinar os limites da dispersão. Diversos cortes são admitidos. LaPorta e allii, (1988), por exemplo, classificam como regime disperso aquele em que três maiores acionistas não possuem mais do que 20% do capital social. Como de hábito, referências completas encontram-se em nosso site: www.dynamo.com.br-biblioteca.

ço no mercado tende a refletir, tão mais exatamente como mais eficiente seja este mercado, o valor intrínseco da ação.

O segundo resultado é que a performance dos executivos passa a ser acompanhada por um número maior de agentes. Se a companhia é mal gerida, isto deverá atrair novos 'donos', que podem chegar a qualquer momento via mercado, e com eles um outro time de gestores – como costuma ser o caso. Onde há um mercado de controle corporativo atuante, os maus executivos estarão menos protegidos ou menos 'entrincheirados', como se costuma dizer na literatura.

A terceira lição é que o preço da ação deve ser mais bem respeitado. Se a oferta pública é a porta de entrada dos novos controladores, o preço da ação é o bilhete a ser pago. Se a companhia for bem precificada pelo mercado, mais caro o pedágio, menor o incentivo para um eventual adquirente. Ao contrário, se não houver interesse genuíno pelo mercado de capitais, a ação tenderá a ser negociada com desconto, provendo estímulos para arbitragem externa, colocando em risco a estabilidade dos executivos. E assim, os preços de mercado indicam ao competidor externo o nível do sarrafo a ser batido; agem como termômetros que denunciam a cada momento o grau de imunidade externa da companhia. Como existe uma relação direta entre a qualidade da gestão e o preço da ação, neste modelo de controle disperso, disponível no mercado, os preços de mercado funcionam como avaliadores permanentes dos executivos e, conseqüentemente, como agentes disciplinadores da administração, colocando em sintonia interesses de executivos e acionistas atentos aos sinais emitidos pelo mercado de capitais. E neste contexto, quando as agendas não são

convergentes, entende-se a resistência pessoal de alguns executivos e de acionistas a eles ligados, frente à ameaça potencial dos *takeovers*.

Por outro lado, o que surge como novidade por aqui há muito freqüente o dia a dia de outros investidores. A esta altura, vale a pena recuperarmos algumas anotações históricas, lembrando discussões, experiências e resultados da longa e intensa atividade de *takeovers* no mercado americano que, mesmo guardadas as diferenças de espaço-tempo, podem nos trazer algumas lições ou, ao menos, boas ilustrações.

Takeovers – Causas e Conseqüências

A década de 80 marcou um período de intensa agitação no ambiente corporativo americano. Estimativas indicam que entre 1976 e 1994 ocorreram cerca de 45 mil transações de troca de controle no mercado incluindo fusões, ofertas públicas, 'desinvestimentos' e *leveraged buyouts* (LBOs²), envolvendo US\$ 3,3 trilhões. Cerca de 30% do total das empresas do setor manufatureiro americano foram vendidas entre 1976-87 e 143 (28%) companhias da Fortune 500 do ano de 1980 teriam controladores diferentes em 1989³. O período ficou conhecido como a era dos *takeovers*.

Fatores de natureza diversa convergiram para explicar tamanha movimentação de ativos físicos e financeiros. Como pano de fundo, os grandes conglomerados erguidos nos anos 60-70 mostravam sinais de cansaço. Uma enorme quantidade de recursos gerada em negócios maduros e protegidos vinha sendo desperdiçada em aventuras estranhas às suas atividades *core* destruindo valor. O novo ambiente competitivo marcado pela desregulamentação, maior exposição ao mercado externo e alterações importantes nos pa-

drões de custos e demandas das empresas exigia mudanças na estrutura de capital, nas técnicas de gestão e no modelo de organização matricial dos grandes grupos. Como sinais da nova realidade competitiva, podemos enumerar: i) a chegada de alterações nas leis *anti-trusts* permitindo relaxar restrições de fusões e aquisições; ii) o processo de redução de barreiras à entrada e maior exposição à competição vivida por diversas indústrias, como petróleo e gás, transportes, broadcasting, e principalmente, serviços financeiros, promovendo maior mobilidade de capitais; iii) a própria tecnologia de aquisições se desenvolvendo rapidamente com uma oferta crescente de especialistas financeiros e jurídicos e, principalmente, através do surgimento de produtos financeiros adequados, com destaque para os títulos de dívidas mais ariscados, pagando taxas maiores, conhecidos como '*junk bonds*'⁴.

Se as razões para o aparecimento da atividade de *takeovers* são bem mais conhecidas e facilmente delineadas, suas conseqüências passam ao largo do consenso. Desde o início, a controvérsia marcou o debate sobre os efeitos do movimento dos *takeovers* sobre o desempenho corporativo e sobre a produção de riqueza e bem-estar social.

São diversos os argumentos – não exclusivos entre si - dos críticos à eficácia do movimento de troca de controle corporativo no mercado:

- i) Não produziu riqueza econômica nem bem-estar social algum. Os altos prêmios pagos nas aquisições teriam gerado ganhos para acionistas vendedores sem produzir valor algum para os compradores; ou ainda, tratou-se de mera transferência de recursos do trabalho (reestruturação, *downsizing*, venda

(2) Estratégia de aquisição de empresas através de alta alavancagem, muitas vezes utilizando os ativos da empresa adquirida como colateral para estes empréstimos.

(3) Dados extraídos de Jensen (2000).

(4) Muitos associam os *junk bonds* como o principal combustível do movimento de takeover. A denominação *junk* é um tanto depreciativa. Na verdade, trata-se de um título de baixo rating, sem grau de investimento. Seu criador, Michael Milken, costumava descrevê-lo como um empréstimo securitizado, podendo ser visto também como uma *preferred stock* com dividendo fixo. Em 1988, o mercado de *junk bonds* chegava à casa de US\$ 200 bilhões. Entretanto, apenas 22% deste total foram usados para aquisições e apenas 3% em ofertas *hostis*. 77% dos *junk bonds* emitidos entre 1980-86 foram empregados em programas de investimentos internos principalmente em indústrias de rápido crescimento como televisão a cabo, telecom, saúde, e construção civil (cfr. Scott 2000).

de ativos) para o capital financeiro/especulativo (acionistas vendedores, empresas de LBOs);

- ii) o movimento gerou um ambiente desfavorável para as companhias forçando os executivos a adotar uma postura defensiva e míope, visando exclusivamente resultados de curto prazo, por exemplo, através da redução de despesas em P&D, prejudicial aos interesses de longo prazo das empresas;
- iii) viabilizou-se apenas através de preços de aquisição demasiadamente elevados, motivados por executivos arrogantes/auto-confiantes (*hubris hypothesis*), alavancados por excesso de disponibilidade de dívida, sem compromisso com a criação de valor nas aquisições;
- iv) motivou-se basicamente por ganhos fiscais que os compradores poderiam explorar, sem produzir nenhum valor econômico real;
- v) foi permitido pela assimetria de informação e imperfeição do mercado de capitais que costuma sub-avaliar o valor justo das empresas, ensejando oportunidades de arbitragem (Stein 1988).

A discussão ganhou contornos ainda mais ácidos na imprensa americana, que interpretou o movimento tão somente como um grande jogo de rouba-monte a serviço dos interesses de financistas ambiciosos, em detrimento do sacrifício do trabalho⁵.

A questão é tão complexa que nem mesmo Warren Buffett escapou ileso. Numa série de deba-

tes sobre 'takeover e controle corporativo' promovidos pela Columbia Law School em 1985, Buffett manifestava sua inquietação: "Este assunto tem me intrigado há muito tempo. E quanto mais tento decifrá-lo e observá-lo, menos satisfatórias se mostram todas as respostas usuais"⁶. Na ocasião, Buffett mostrava-se preocupado com a seleção adversa que o excesso de liquidez disponível no mercado de aquisições estaria promovendo. Daí que tenha oscilado entre duas visões de mundo: no chapéu de CEO, admite que o mercado é imperfeito e que mesmo companhias bem administradas podem ser negociadas durante algum tempo abaixo de seu valor justo, gerando oportunidade de arbitragem para compradores "megalomaníacos", empurrados por alavancagem abundante e eventualmente desprovidos de credenciais administrativas ou referências éticas. Neste caso, Buffett insinua a necessidade de alguma regulamentação para evitar abusos. Apesar de passados vinte anos, os argumentos permanecem atuais e têm constado do catálogo de defesas que alguns executivos costumam apresentar para convencer seus acionistas a rejeitar ofertas de terceiros.

De outro lado, como investidor, Buffett não abre mão do direito de ter a última palavra sobre a decisão de vender ou não seus negócios. Lembrando sua primeira experiência no mercado de capitais, ainda aos 11 anos, ao comprar suas três primeiras ações da Cities Service, Buffett sentiu que "se alguém quisesse comprar aquela companhia, deveria vir a mim". Desde então, entendeu que a decisão de venda deve ser exclusiva

dos acionistas e não dos executivos: "As mãos contratadas são para tocarem as operações, mas não para tomarem decisões sobre a propriedade... Suas (dos executivos) equações pessoais são simplesmente muito diferentes daquelas dos donos. Se eles puderem ficar com as chaves da loja, geralmente ficarão com elas". E acaba concluindo que "meu coração pertence aos acionistas; eu fico com eles, embora gostaria de descobrir alternativas para atacar os problemas que mencionei".

Com o benefício da passagem do tempo e o respaldo de inúmeras evidências empíricas, sustentar hoje uma leitura negativa dos *takeovers* exige algum esforço retórico ou condições de contorno muito especiais⁷. Jensen (2000) estima que o movimento gerou riqueza líquida para os acionistas das companhias em cerca de US\$ 900 bilhões, e que este retorno não veio a expensas dos demais *stakeholders*. O mercado de capitais teria ajudado a promover o ajuste necessário na capacidade de produção das empresas eliminando o excesso de oferta na indústria americana. A evidência de criação de valor e maior eficiência microeconômica refletem-se nos dados agregados que apontam uma melhoria significativa na riqueza e no crescimento da produtividade de indústria americana durante os anos 80⁸. Os *junk bonds* permitiram o acesso de novos entrantes no mercado de M&A⁹, aumentando a competição e o raio de atuação deste segmento, que chegou a atingir as grandes companhias, fazendo com que também estas passassem a se submeter ao escrutínio e à disciplina do mercado.

(5) Uma descrição bastante depreciativa do ambiente de negócios da mais conhecida empresa de buyout, a KKR, encontra-se em *Barbarians at the Gate*, best-seller de Bryan Burrough, jornalista do *Wall Street Journal* que trata da transação de aquisição da RJR-Nabisco. Para além de uma leitura sensacionalista das condutas de alguns dos protagonistas envolvidos, Joseph Grundfest, ex-presidente da SEC, observou que o episódio expõe a completa ausência de controles internos dos conselheiros da RJR-Nabisco, os verdadeiros "barbarians inside the gate". Em *Merchants of Debts: KKR and the Mortgaging of American Business (1992)*, George Anders descreve com detalhes o *modus operandi* da mais famosa empresa de buyout ilustrando diversos casos de investimentos. Em outro trabalho interessante, *The New Financial Capitalists – KKR and the Creation of Corporate Value*, Baker e Smith (1998) dissecam o fenômeno da KKR através de uma cuidadosa análise econômica. Enfatizam a contribuição histórica da KKR pelas suas inovações financeiras e pela criação de um novo modelo de negócios e procuram ainda resgatar a própria imagem da companhia, descrevendo a importância interna de valores como lealdade, colaboração e respeito no ambiente de trabalho.

(6) As conferências foram recolhidas em livro publicado em 1988, sob o título *Knight, Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover* (Coffee, Lowenstein, Rose-Ackerman, ed.).

(7) Por exemplo, Haan e Riyanto (2005) imaginam a hipótese de que determinado projeto de investimento pode trazer benefícios privados para os executivos ao mesmo tempo em que gera alto retorno para os acionistas. Neste caso particular, a ameaça de takeover pode desestimular o esforço da administração em levar a diante o projeto e, por consequência, privar os acionistas de um investimento rentável.

(8) O crescimento da produtividade total dos fatores da indústria de manufaturas americana saltou de 1,4% no período de 1950-1981 para 3,3% entre 1981-1990.

(9) Sigla em inglês para a expressão 'mergers and acquisitions', fusões e aquisições.

Jensen (2000) também não encontrou nenhuma evidência de que os gastos em P&D teriam sido sacrificados durante o período. Ao contrário, observa que no agregado na indústria esta rubrica cresceu à taxa anual de 5,8% entre 1975-1990.

Diversos estudos mostram que empresas que tentam se proteger da ameaça de um *takeover* adotando dispositivos contra troca de controle – seja através das regras dos Estados onde são incorporadas ou pela previsão direta de seus estatutos sociais –, acabaram apresentando uma deterioração em inúmeros indicadores de performance, como por exemplo, menor crescimento de receita e de lucros (Gompers, Ishii e Metrick 2003), redução da produtividade total dos fatores e do retorno sobre o capital (Bertrand and Mullainathan 2003), queda no ritmo de inovações corporativas (Atanasov, 2005), menor atenção ao desempenho de longo prazo com redução no nível de gastos com P&D (Mahoney at alli 1997). Ao “desfrutar de uma vida mais tranqüila”, executivos tendem a investir para ‘construir impérios’ ao invés de buscar maximizar valor para seus acionistas (Santaló 2004), tendem a investir mais em aquisições (Gompers et alli 2001), além de experimentar incrementos em seus pacotes de remuneração (Borokhovich at alli 1997). Por outro lado, a presença de ameaça de *takeovers* ajuda a disciplinar o uso do fluxo de caixa livre em empresas rentáveis, sem induzir uma distribuição excessiva de recursos que poderia colocar em risco de liquidação as empresas pouco rentáveis (Oprea 2005). A existência do mercado de controle corporativo facilita a demissão de executivos

que não estão atuando em defesa dos melhores interesses dos acionistas (Shleifer e Vishny 1988, Zhao 2002), ajuda a disciplinar as empresas de baixo desempenho, tanto no mercado americano (Mikkelsen e Parth 1997), quanto inglês (Dickerson at alli 1998).

Em fim, cabe verificar o julgamento do mercado. E aqui fica claro que o mercado de capitais captura este desempenho operacional inferior, punindo as companhias que optam por isolar-se deste mecanismo de controle externo. Assim, as evidências sugerem uma relação direta e inversa entre o preço da ação e a presença de provisões. Vejamos: Caton e Goth (2003) encontram retornos supe-

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até setembro de 2006

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	485,64%	346,49%	244,00%
36 meses	164,40%	166,91%	125,74%
24 meses	64,35%	76,20%	56,45%
12 meses	26,20%	19,53%	16,31%
3 meses	6,16%	0,08%	-0,58%

Valor da cota em 29/09/2006 = R\$ 125,0101565

riores no grupo de empresas analisadas com menor número de *poison pills*¹⁰. Gompers, Ishii e Metrick (2003) mostram que uma estratégia de investimento que tivesse comprado ações de companhias com um menor número de defesas contra *takeovers* e tivesse vendido uma carteira com mais defesas teria obtido um retorno superior de 8,5%^{aa} durante a década de 90. Chi e Lee (2005) detectam uma relação inversa entre a quantidade de provisões (índice de governança) e o valor da firma, principalmente nas empresas onde o fluxo de caixa livre é maior. Bebchuk e Cohen (2005) encontram a mesma relação inversa entre *staggered boards*¹¹ e valor da firma.

À luz da intensa experiência americana e de inúmeros resultados empíricos restam poucas dúvidas de que a atividade de *takeover* é um ativo bem-vindo no nosso mercado de capitais. Endossa a primazia do preço da ação, impõe uma vigilância constante sobre o *management*, sinaliza oportunidades de arbitragem, sugerindo maior eficiência na alocação de capital.

O argumento de que o *takeover* envolve uma iniciativa ‘truculenta’, ‘injusta’ ou mesmo ‘hostil’ - do latim *hostilis*, do inimigo – é uma hipérbole para a iniciativa apenas não-solicitada, não previamente avisada, e não resiste à contra-prova de uma análise mais cuidadosa. A ameaça real imposta pela atividade de *takeover* recai sobre a ineficiência da administração, a acomodação dos executivos que, quando encastelados, podem se transformar nos verdadeiros inimigos dos acionistas.

Se a vitalidade de um mercado de capitais depende fundamentalmente da importância e do interesse pelo preço da ação, fica claro compreender porque um mercado que acolhe a possibilidade de troca de controle através de uma operação pública costuma vir associado a padrões mais altos de valor e liquidez nas ações.

A oferta da Sadia pelo controle da Perdigão, mesmo não tendo sido bem sucedida, pode indicar um sintoma precoce de evolução do mercado de capitais brasileiro. Com a adesão de várias empresas ao Novo Mercado, pode-se imaginar que a situação de controle disperso venha a se tornar mais freqüente com o passar do tempo, como já acontece nos casos de companhias como Lojas

(10) A expressão *poison pills* acabou se confundindo com seu ‘genérico’, sendo atribuída a qualquer provisão anti-*takeover*. Para ser mais preciso, *poison pills* são um tipo de provisão, quando se concede direitos especiais aos acionistas em caso de ocorrência de determinados eventos, entre os quais, um eventual *takeover*. O tema dos *poison pills* é diverso e interessante, merecendo um tratamento exclusivo numa próxima Carta.

(11) *Staggered* ou *classified boards* é um dispositivo anti-*takeover* bastante comum nos Estados Unidos. Ocorre quando os conselheiros de administração são eleitos em momentos distintos, com mandatos que se sobrepõem. Na prática, significa dizer que os novos acionistas só obterão a maioria do conselho após dois ou três mandatos.

Renner, Embraer, Eternit, Lupatech, Odontoprev, entre outras. A própria valorização das ações na recente onda de IPO's pode favorecer esta tendência, na medida em que os controladores consideram a possibilidade de vender suas ações no mercado.

O episódio da Telemar, mesmo não tendo sido concluído como proposto pelos controladores, também aponta nesta direção. Neste momento, especula-se que

outros controladores estudam caminhos alternativos ao que se tentou na Telemar, que talvez permitissem o sucesso da migração de todos os acionistas para uma mesma classe de ações com diluição do controle.

A situação de controle disperso no mercado desencadeia uma série de desdobramentos auspiciosos: as empresas passam a residir sob a vigilância diligente do mercado, sobem os níveis de exi-

gência sobre o desempenho dos negócios, abre-se espaço para a iniciativa empresarial genuína, aumenta o conteúdo informativo do sistema de preços, facultam-se aos acionistas o exercício democrático de um direito essencial. Ou seja, sobrevém um certo aroma de capitalismo *aggiornato*. Resultado final: ganham todos os agentes e a economia como um todo.

Rio de Janeiro, 22 de janeiro de 2007.

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

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

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 484.762.285,28

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

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

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

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

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