

# Carta

# Dynamo 53

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2007

www.dynamo.com.br

## Veneno

O ciclo de IPO's no Brasil segue em velocidade de cruzeiro. Até o momento, 69 operações, envolvendo cerca de R\$ 42 bilhões. O valor de mercado destas companhias chega a R\$ 210 bilhões, 12% da capitalização total da Bovespa e cerca de 9% do PIB atualizado. A performance agregada das companhias segue favorável e o ambiente transpira novidade: novas companhias, novos negócios, novos personagens, novas regras, Novo Mercado.

Nas últimas Cartas, passamos por alguns elementos de contorno característicos deste ciclo de IPOs: o otimismo dos investidores, o oportunismo saudável ou não de alguns empresários, a liquidez abundante, o ensaio de dispersão acionária, a celeridade dos processos, a inserção de investidores *value* como a Dynamo. Nesta Carta, a idéia é tratar de um aspecto específico, uma novidade dos estatutos destas companhias. São os chamados "mecanismos de proteção à dispersão da base acionária". Na verdade, funcionam como dispositivos que dificultam uma operação de troca de controle. Seriam então as nossas *poison pills*, defesas *tropicalizadas*, com mesmo veneno. Trata-se de fenômeno recorrente em outros mercados. Pelo que, propomos um rápido *travelling* pela experiência externa para situar o contexto e tentar oferecer analogias interessantes.

### Defesas e Takeovers

Vimos na Carta 51 que o movimento de *takeovers* surge no momento em que os controles internos de governança no mercado americano encontravam-se

adormecidos. Resultado talvez do próprio gigantismo das companhias, diluindo a representatividade individual e aumentando a entropia na iniciativa coletiva dos acionistas. Se os controles internos falharam, o ajuste acabou vindo de fora, com o surgimento de novos modelos de negócios, onde se destacam as firmas de *leverage buyouts*, mais ágeis e eficientes. Equipadas com um desenho de incentivos mais adequado, uma estrutura de capital mais competitiva – facilitada por instrumentos financeiros apropriados (como os *junk bonds*) – e padrões superiores de governança corporativa, as LBOs produziram uma rápida transformação na vida corporativa americana.

A era dos *takeovers* ilustra mais uma vez a capacidade evolucionária do mercado, arbitrando oportunidades e selecionando estruturas mais adaptadas à ecologia dominante dos negócios<sup>1</sup>. Mas, a toda ação corresponde uma reação. No caso, a reação veio de onde se esperava: a mobilização de executivos incomodados com esta "patrulha de eficiência". O movimento de *takeovers* começou a arrefecer já na segunda metade da década de 80 com a aprovação de leis estaduais munindo as companhias de um reservatório de provisões *anti-takeovers*. Ao mesmo tempo, também as atividades de *M&A* e *buyouts* declinavam, a partir de uma regulamentação mais restritiva no mercado de crédito.

Revestidos de uma retórica em defesa dos interesses de outras "categorias", os executivos das companhias, sentindo-se ameaçados pela onda de tro-

## Nosso Desempenho

No primeiro trimestre deste ano, o Dynamo Cougar rendeu 5,18%, quando o Ibovespa apreciou 2,3% e o IBX 2,1%. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar apresenta um ganho de 21,2%<sup>aa</sup> em termos reais – acima da inflação medida pelo IGP-M – e 24,4%<sup>aa</sup> em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 7,2%<sup>aa</sup> sobre o IGP-M e 10,0%<sup>aa</sup> em dólar e o IBX 12,0%<sup>aa</sup> e 15,1%<sup>aa</sup>, respectivamente.

O trimestre no mercado de ações foi marcado por fortes oscilações. Logo no início do ano, o Ibovespa cedeu 7,3% em cinco pregões. Após uma lenta recuperação, ao final de fevereiro, voltou a cair 10,2% em outros cinco pregões, para, em seguida, recuperar-se novamente ao longo do mês de março, fechando o período com ligeira alta. Algumas observações acerca da psicologia dos mercados e da natureza dos agentes podem oferecer *insights* sobre este comportamento tão instável.

É sabido que a volatilidade dos mercados financeiros tende a refletir o nível de desconforto das expectativas dos agentes. Neste caso, a insegurança provém do grau de incerteza quanto à duração remanescente deste longo ciclo de alta nos mercados de ações mundiais. À medida em que o ciclo perdura, duas forças atuam para reduzir o otimismo das expectativas: uma – mais objetiva e estatística – a percepção de que o estoque de boas notícias futuras tende a decrescer; outra – mais psicológica – o peso exercido pelo próprio sucesso do passado recente. Isto porque, como ensina a boa psicologia financeira na formulação da teoria

(1) A atividade recente das firmas de *private equity* mostra a face recriada deste mesmo fenômeno. Empresas ágeis e privadas, estrutura de *partnership*, crédito abundante, recrutando os melhores executivos e fazendo negócios bilionários, como foi o caso da aquisição da TXU pela própria KKR no valor de US\$ 45 bilhões. Apenas em 2006, as firmas de *buyout* captaram US\$ 240 bilhões.

## Nosso Desempenho

prospectiva, postos a escolher, os indivíduos preferem perder menos a ganhar mais (na proporção de 2,5:1). E, assim, quanto maior o estoque de ganhos acumulados, menor tende ser a disposição de oferecê-lo ao risco. Ao menor sinal de turbulência no horizonte, dispara-se a corrida para a zeragem das posições, com o intuito de travar os robustos ganhos passados.

Com relação à velocidade das quedas, contribui um elemento sobre a ecologia dos indivíduos participantes do mercado. A proliferação dos fundos multimercados locais, a presença dos *hedge funds* externos e também a expressiva participação de pessoas físicas têm reduzido a tolerância agregada do sistema por resultados negativos, para um mesmo período de tempo. Como se sabe, estas classes de investidores, muito sensíveis às comparações de performance de curto prazo, preferem realizar logo eventuais perdas, buscando rapidamente outras estratégias de investimento.

O Dynamo Cougar reagiu bem neste ambiente incerto. Suas cotas oscilaram menos do que o Ibovespa e do que o IBX, e o Fundo fechou um trimestre conturbado com mais um resultado satisfatório. O destaque de performance ficou por conta da Arcelor Brasil, que acabou sendo a principal contribuição para o resultado da nossa carteira. Ao anúncio de aquisição da Arcelor Europa pela Mittal Steel em janeiro de 2006, seguiu-se por aqui uma longa discussão sobre a necessidade e as condições de uma oferta pública (OPA de *tag along*) da Mittal aos demais acionistas de Arcelor Brasil. Participamos ativamente desta discussão técnica. Recentemente, o colegiado da CVM emitiu decisão final sobre as condições e o preço da referida oferta, favorável para os minoritários. Neste momento, a cotação da Arcelor Brasil sofreu forte correção. Resolvemos então reduzir parte deste investimento a fim de ajustá-lo ao seu novo patamar de precificação, obedecendo o perfil de risco/retorno que julgamos adequado para a carteira.

cas de controle, promoveram uma campanha organizada em favor da adoção de provisões *antitakeovers*<sup>2</sup>. Os Estados americanos foram alterando suas legislações e as próprias companhias adotando diversos tipos de provisões em seus estatutos, aproveitando-se da estrutura de capital disperso que originou uma cultura de pouco envolvimento dos acionistas nas decisões corporativas.

As provisões e estratégias contra *takeovers* disseminaram-se velozmente admitindo inúmeros formatos e classificações<sup>3</sup>: estender a oferta à totalidade dos acionistas, impor obrigações de aprovação via votação dos acionistas da empresa-alvo, aumentar o custo da oferta através de mecanismos do tipo proibição de atuação por consentimento escrito e restrição de convocação de assembleias, e, talvez mais importante, conceder poder de veto aos conselheiros, como no caso dos *staggered boards* e da aprovação de *poison pills*<sup>4</sup>.

Vimos também que este sofisticado arsenal de defesa ajudou a desacelerar a ofensiva dos *takeovers*, ao mesmo tempo em que produziu o “entrincheiramento” dos executivos, trazendo consequências nocivas sobre os resultados operacionais das companhias e sobre a performance das ações.

Neste momento, e não por acaso, começa a consolidar-se as feições de um movimento de ativismo de acionistas nos EUA. É a mecânica newtoniana novamente em plena ação (e reação). Acionistas começam a perceber que executivos e *raiders* tiravam proveito de suas passividade e distração. Aliados da capacidade de decidir sobre o destino de suas ações e insatisfeitos com a performance medíocre das administrações das companhias, buscaram então restaurar seu papel na direção dos negócios corporativos.

Os direitos de uso da propriedade no caso das ações são diferentes de

outros bens tangíveis como um imóvel, um carro ou uma coleção de selos, onde o proprietário pode dispor de seu uso a qualquer momento ou mesmo regular a disposição deste uso por terceiros. O ‘dono’ de uma pequena fração no capital social de uma companhia possui um interesse bem menos tangível numa entidade em que – mesmo dispondo de diversos bens tangíveis - a relação destes bens com seus proprietários é bem menos precisa e direta. O único direito de uso direto da propriedade que uma ação confere ao seu detentor é o de poder efetuar a transferência deste interesse<sup>5</sup>. Daí que todo avanço no desenvolvimento do mercado de capitais americano orientou-se de alguma forma na direção de uma melhoria na capacidade de transferência das ações entre seus proprietários.

A separação entre propriedade das ações e controle dos negócios desempenhou um papel fundamental para permitir o crescimento das grandes empresas americanas para além daqueles projetos familiares originais. No caminho, o capital se pulveriza, a gestão se terceiriza. Como contrapartida da perda de controle, a liquidez e a capacidade de transferência imediata da propriedade a custos reduzidos. Grande parte do desenvolvimento de tecnologia e sistemas do mercado americano visou aprimorar a capacidade de transferência das ações. Até os anos 50, eram necessários ao menos cinco documentos e um certo ritual para conseguir vender uma ação<sup>6</sup>. Esta universalização na capacidade de transferir ações entre proprietários mudou a paisagem da estrutura de controle corporativo, tendo sido um dos elementos importantes para viabilizar a dispersão do controle acionário. Antes, o acionista se via na obrigação de participar da orientação dos negócios como forma de monitorar seus investimentos – provavelmente parte importante de sua riqueza. Agora, com a opção de ‘saída’ disponí-

(2) O instrumento mais efetivo destas pressões dava-se através da *Business Roundtable*, a principal associação dos CEOs de empresas americanas.

(3) É tão vasto o leque de provisões e tão criativas as variantes que merecem uma descrição mais detalhada num espaço exclusivo numa próxima Carta.

(4) Hannes (2002 e 2003) sugere uma explicação original para a diversidade de defesas. Parte do princípio que existe um mercado de *takeover* onde as companhias-alvo são vistas competindo entre si. A defesa de determinada companhia acaba desviando a atividade de *takeover* e o prêmio potencial para outra similar. Assim, empresas similares escolhem tipos diferentes de defesas a fim de maximizar relação prêmio esperado- proteção desejada.

(5) O recebimento de proventos e a utilização das ações como garantia e/ou colateral são usos derivados da propriedade das ações.

(6) Em 1950, o mercado americano jamais negociou mais do que 750 mil ações, no final dos 80, a bolsa de Nova York (NYSE) negociava 290 milhões de ações por dia. Monks e Minow (1995) apresentam uma análise bastante completa sobre este assunto.

vel no mercado pode terceirizar as tarefas de gestão em cada negócio e diversificar seu portfólio de investimentos com garantia de liquidez imediata. A liquidez converteu o risco de proprietários de longo prazo em risco de investidores de curto prazo. Com a perda de capacidade de influenciar as decisões empresariais e o aumento exponencial da liquidez, a venda das ações foi perigosamente transformando-se na única alternativa para os acionistas. Passou então a vigorar a “regra de Wall Street”: vote com os executivos ou venda suas ações. Como consequência não-intencional desta ampla dispersão e liquidez, surge o desinteresse pelo processo decisão e condução dos negócios, o que acabou abrindo espaço para os abusos e fraudes contábeis com efeitos trágicos para a poupança de milhares de unidades familiares. Neste momento, mesmo a imprensa americana cede à auto-análise, podendo-se ler no próprio WSJ (2002): “tragam de volta as ofertas hostis. Somente a ameaça dos *takeovers* provê os incentivos para os executivos tocarem as companhias no interesse de seus acionistas”.

### *Defesas e Governança*

As provisões contra troca de controle mexeram com a essência do equilíbrio de governança americano, despertando os acionistas de uma longa sonolência. O benefício de um mercado de saída líquido havia sido a contra-partida primeira da terceirização do controle nas mãos de executivos profissionais. Agora, estes mesmos agentes impõem restrições graves a este direito essencial: a capacidade de transferências das ações.

Os acionistas perceberam então que as engrenagens automáticas do controle externo, via mercado de capitais, estavam emperradas pelo excesso de defesas. Tomavam consciência de que seria necessário resgatar os controles internos através de um posicionamento mais ativo junto à administração. Liderados por ativistas e investidores institucionais passaram a freqüentar assembleias, reivindicar direitos, exigir participação em decisões importantes, retomar os canais de controles internos, desenhar mecanismos de alinhamento de interesses, além de desobstruir a ação disciplinadora dos arbitradores externos.

Se a *corporation*, o controle pulverizado, é o patamar último da democracia do capital, também ele requer monitoramento. Para acionistas distraídos, a democracia do capital pode virar ditadura de executivos. Quando executivos isolam-se do mercado de controle, perde-se o controle do mercado tornando urgente o resgate dos controles internos. É preciso alinhar os incentivos dos executivos e assegurar que o *board* esteja a serviço dos acionistas. Permitir um aumento no custo de transação da venda de ações é no mínimo um retrocesso na linha evolutiva do desenvolvimento do mercado de capitais, quando não uma invasão abusiva do controle sobre a propriedade.

Daí que estudiosos e práticos das boas regras de governança corporativa no mundo inteiro recomendem que as discussões sobre propostas de troca de controle alcancem as assembleias gerais de acionistas. São estes em última instância que deveriam decidir sobre a oportunidade ou não de venderem suas ações. Aos executivos cabe o importante papel de comunicação, de apresentar os fatos aos acionistas e, se assim entenderem, tentar convencê-los sobre a melhor decisão para a companhia.

Ainda assim, vale analisar os argumentos que tentam justificar o poder exclusivo que conselheiros de administração e diretores (CA/D) deveriam exercer sobre propostas de compra de controle no mercado. São eles: i) trata-se de uma decisão como outra qualquer. Já que CA/D decidem sobre investimentos, por exemplo, porque não decidir também sobre a venda do controle?; ii) o mercado é ‘informativamente’ imperfeito. CA/D como *insiders* têm mais conhecimento e podem decidir melhor do que os demais acionistas; iii) CA/D podem extrair mais valor para os acionistas nas ofertas.

Vejamos cada uma delas:

i) No caso da venda de controle, os executivos estão em posição menos isenta. Claramente, têm interesses conflitantes. Vimos que toda a iniciativa de combate contra troca de controle no mercado nos EU surgiu dos executivos em defesa de suas carreiras. Este é um problema de incentivos de difícil solução já que os executivos por definição

são bem menos diversificados do que os acionistas<sup>7</sup>. Portanto, já que existe um problema de incentivos, os acionistas deveriam se manifestar. Além disso, justamente pelo fato de que CA/D têm autonomia sobre todas as outras dimensões dos negócios da empresa é que os acionistas deveriam decidir sobre a venda de suas ações, como válvula de segurança e fonte de disciplina;

ii) O fato de CA/D serem *insiders*, terem superioridade de conhecimento, não elide o direito dos acionistas de votar. Os acionistas deveriam se manifestar ponderando em suas avaliações o fato de que, por um lado, CA/D têm informação assimétrica, e, por outro, que eles têm interesses em conflito.

iii) Em tese, da mesma forma que CA/D, também os acionistas reunidos em assembleia teriam o poder de extrair um preço maior, se for o caso. Além disso, não existem evidências empíricas definitivas que comprovem que o poder de barganha de CA/D – e nem mesmo a simples presença de *poison pills* – consegue extrair um prêmio sobre o preço inicialmente oferecido<sup>8</sup>.

### *Defesas e IPOs*

Recentemente, os defensores do uso discricionário de provisões *anti-takeovers* pelo CA/D observam que boa parte das empresas – em diferentes mercados – têm vindo a público munidas de diversas defesas em seus estatutos e que esta seria a evidência definitiva da atualidade de seus argumentos. De fato, tal tem sido o caso. Por outro lado, quando chamados a deliberar em assembleia sobre a instalação de provisões *anti-takeovers*, os acionistas das empresas já listadas têm amplamente rejeitado este tipo de proposta, demonstrando perceber o alcance negativo de tais institutos e a importância de expressar interesse sobre a matéria.

Algumas possíveis explicações podem dar conta deste aparente paradoxo.

i) A presença de provisões pode dar o conforto necessário para que um controlador possa vir a público admitindo que no futuro poderá ser diluído

(7) No sentido em que os executivos costumam ter grande parte de seu patrimônio (salários, bônus, previdência privada, ações) atrelado a um único ativo subjacente: o desempenho da companhia. Por outro lado, os acionistas, enquanto investidores de portfólio, estão expostos a uma cesta de ativos diferenciados.

(8) Ver, por exemplo, Bebchuk 2002 e Coats 2000.

para fazer face ao crescimento da empresa. Mesmo sabendo que a solução não é ideal, neste caso, as defesas seriam desejadas apenas para encorajar os controladores a quebrar futuramente o bloco de controle, gerando o benefício da dispersão acionária e permitindo a execução de projetos de investimento desejados.

- ii) Em tese, as provisões são sempre indesejadas para os investidores, pois reduzem a valor de suas ações. Entretanto, pode haver o caso em que os benefícios de proteção que os controladores experimentam, ao menos neste estágio inicial do IPO, possam ser maiores do que a perda de valor dos investidores. E assim, sob esta ótica de proteção de renda, as defesas poderiam ser eficientes.
- iii) Mesmo admitindo que as provisões são ineficientes, custos de 'agência' podem explicá-las. Entre os acionistas pré-IPO, por exemplo. Aqueles que não venderão suas ações no IPO podem preferir incluir as defesas e assim capturar todo o benefício futuro da proteção de renda e da tranquilidade do controle, ao mesmo tempo em que dividem entre todos os acionistas o custo de um preço menor no IPO. Bebchuk (2003) também aponta uma assimetria de incentivos entre acionistas e advogados. Estes preferirão sempre a presença de defesas, pois caso o controle da companhia venha a ser tomado por uma oferta hostil no futuro, poderão ter suas reputações afetadas, enquanto que a contra-partida de um preço menor no IPO dificilmente pode lhes ser atribuída<sup>9</sup>.
- iv) Como no IPO os investidores têm dificuldade de acessar com mais acuidade o valor da empresa, acionistas pré-IPO podem ser incentivados a sinalizar para os investidores que eles estariam adquirindo um ativo mais valioso e rentável, tanto é que estariam adotando determinadas defesas. Neste caso, os investidores seriam 'informados' de que a companhia pode valer

mais, suprindo em parte a deficiência de conhecimento própria deste momento e, eventualmente, compensando o desconto inerente à presença de provisões<sup>10</sup>.

- v) Finalmente, como vimos na Carta 50, no IPO, os investidores sofrem particularmente de deficiência de informação, de insuficiência de tempo e de foco de atenção. Assim, as provisões podem passar despercebidas. Além disso, o problema das defesas deve aparecer apenas mais à frente, à medida em que a companhia caminha para uma maior dispersão. Como muitos investidores têm uma visão mais imediata, acabam atribuindo menor importância à presença de provisões neste momento.

### *Defesas no Brasil*

Este nosso ciclo de IPOs também trouxe a novidade da presença de dispositivos de defesa de controle. Das 69 empresas que vieram a público até agora 34 apresentam em seus estatutos sociais uma cláusula de proteção. Por aqui, a criatividade tem sido mais modesta. Em todos os casos, trata-se de uma obrigatoriedade do adquirente de fazer uma oferta pública para todos os acionistas no momento em que sua participação atinge um percentual do capital da companhia. As variantes ficam por conta do tamanho desta participação mínima – entre 10% e 35%<sup>11</sup> – e da regra de determinação do preço exigido na oferta. Em geral, um prêmio expressivo – de 20% a 50% – sobre: i) uma média recente dos preços de mercado, ou de aquisições efetuadas pelo ofertante no mercado; ou ii) o preço de emissão de qualquer aumento de capital recente; ou iii) uma referência de valor determinado de forma fundamentalista (múltiplo contábil, operacional ou indicado em laudo de avaliação), em geral, dos três o maior.

Os "mecanismos de proteção à dispersão da base acionária" – assim chamados – fazem lembrar a retórica da necessidade de amparar os interesses

dos acionistas vulneráveis às ações predatórias de investidores oportunistas. Num momento de crise do mercado, a companhia pode vir a ser tomada de assalto por algum aventureiro sem credenciais para tocar o negócio, deixando os acionistas em situação delicada no futuro. Daí o dispositivo, concebido para 'proteger' a base de acionistas. Acontece que ao assegurar uma oportunidade de saída generosa para os acionistas, o mecanismo restringe na prática o escopo de uma troca de controle, impondo um pedágio expressivo na partida. Há um *trade off* claro neste tipo de regulação entre oportunidade de saída e possibilidade de troca de comando de gestão. A rigidez e obrigatoriedade da redação da regra implicam numa opção pela conservação da atual gestão, desprezando as comprovadas vantagens de vigilância e de disciplina do controle disponíveis no mercado<sup>12</sup>.

De fato, algumas companhias já vivem a realidade de controle pulverizado. E, assim, já teríamos por aqui um desequilíbrio delicado entre o tamanho do interesse econômico de alguns acionistas e o exercício de seu efetivo poder de controle. Neste caso, estabelecido através de regras que restringem a capacidade dos demais acionistas de consumarem uma maior representatividade sobre a gestão dos negócios. O que não deixa de ser irônico, pois a virtude maior do Novo Mercado, ao abominar as ações preferenciais, foi a de justamente oferecer um arranjo societário que eliminasse o incômodo efeito desta assimetria entre controle e propriedade. Adicionalmente, lembramos que algumas destas empresas atingiram esta situação através de uma venda secundária – no IPO ou em *follow-ons* – ou seja, os ex-controladores já monetizaram parte de suas participações e seguem à frente dos negócios sem ameaça externa disciplinadora, o que pode implicar um duplo incentivo a favor da acomodação.

Se existe uma preocupação genuína em preservar os interesses dos acio-

(9) De fato, Coates IV (2000b) num estudo de 320 IPOs no mercado americano na década de 90, conclui que as variações nas defesas anti-takeovers podem ser explicadas pelas diferenças nas preferências das assessorias jurídicas contratadas pelas companhias.

(10) Este sinal positivo só funciona num ambiente de boa proteção legal. Se não fosse este o caso, a presença de provisões poderia emitir indicação contrária, ou seja, a existência de benefícios privados de controle em jogo.

(11) Na maioria dos países da Comunidade Européia este percentual é de 33%. Nunca abaixo de 20%.

(12) Um argumento mais técnico a favor destes mecanismos de proteção lembra que as regras do Novo Mercado foram concebidas para lidar com um ambiente de controle concentrado, prevendo o *tag along* apenas na alienação do controle e não na aquisição do mesmo. Ainda assim, não parece razoável que, sob o argumento de proteger os minoritários de uma troca de controle sem deflagrar o *tag along*, se prescindia dos benefícios maiores advindos da possibilidade de um mercado de controle corporativo efetivo.

nistas, nossa sugestão é que as condições e a necessidade de extensão da oferta, na hipótese de alguém atingir determinado tamanho, digamos 30%, fossem decididas em assembleia geral<sup>13</sup>. Neste ínterim, executivos procurariam expor aos acionistas seus argumentos para orientá-los em suas decisões. Os acionistas, por sua vez, deveriam se falar, preparando-se no melhor estilo das *proxy fights* americanas.

Quando a presença deste 'mecanismo de proteção à base acionária' é uma exigência tipo *deal break*, sem a qual o empresário não admite tornar sua empresa pública, o dispositivo deveria ao menos assumir um caráter transitório, admitindo-se um prazo de validade, cuja renovação seria submetida ao escrutínio da assembleia geral. Desta forma, os empresários teriam um período de conforto, digamos dois ou três anos, enquanto se acostumam com a nova realidade de convivência com inúmeros acionistas, ao mesmo tempo em que estes terão assegurado um instrumento para exercitarem, de tempos em tempos, seus julgamentos sobre a performance daqueles que conduzem os negócios. É importante observar que vários estatutos destas companhias que exigem a realização da oferta pública obrigam os acionistas que tenham votado em assembleia a favor de alteração ou supressão desta cláusula a realizar a oferta nos mesmos termos. Ou seja, há uma proteção contra a modificação da proteção. Os estatutos destas companhias encontram-se hermeticamente lacrados, os controladores definitivamente entrincheirados. E aqui vale observar que o rigor da regra pode no futuro virar-se contra os próprios controladores, se eles mesmos resolverem vender suas participações. Neste caso, o que hoje é percebido como proteção, amanhã vira algema.

Exceção digna de menção surgiu recentemente no estatuto da GVT Holding.

Aqui, é concedida aos acionistas reunidos em assembleia a prerrogativa de dispensar o adquirente que ultrapassar o limite previsto de 15% de efetuar a referida oferta pública. No universo de documentos com cláusulas de *poison pills*, trata-se de avanço considerável. Não só não se pune os acionistas que queiram alterar as condições da OPA, como lhes é facultado dispensar a própria obrigação. Isto sim, vai em linha com as melhores práticas democráticas de transferir para a assembleia de acionistas as decisões basilares sobre o destino da sociedade<sup>14</sup>.

Ainda com relação ao presente ciclo de IPOs e suas defesas, identificamos alguns padrões característicos por aqui: i) entre o extenso catálogo de opções disponíveis, as companhias têm adotado um único tipo de defesa, prati-

de IPOs, sendo que estes bancos estiveram presentes em mais de 80% das operações com regras de proteção.

A combinação destes ingredientes, respaldado pela nossa experiência recente de participação em algumas operações de abertura de capital, sugere uma alta dose de influência dos bancos coordenadores na formatação destas cláusulas de proteção. No embate pelo topo do ranking, os bancos estão mais ativos indo prospectar clientes menos óbvios. Como o tamanho mínimo das operações importa, e, em alguns casos, os negócios não necessitam tanto de recursos primários, as ofertas secundárias acabam representando uma parte significativa do capital total, levando os empresários para o limite do controle. A fim de assegurar-lhes algum conforto, os bancos propõem em contra-partida um mecanismo de proteção do controle. O investidor distraído passa ao largo desta questão. É difícil para nós, acionistas de longo prazo, não vermos este enredo com algum ceticismo.

Com a liquidez abundante, preços subindo e a sensação de bem-estar geral no ar, refletir sobre cláusulas de estatutos sociais que regulam eventos futuros constitui

tarefa pouco rentável. Com o passar do tempo, mudanças de ânimo podem ocorrer, eventualmente aguçadas por resultados operacionais abaixo das expectativas. Neste momento, é que os contratos são lembrados. E aí teremos duas questões, uma de natureza jurídica, outra de observação prática.

Do ponto de vista jurídico, há quem questione a legalidade destes dispositivos de "proteção à dispersão da base acionária". Algumas linhas de argumentação são avistadas: i) as cláusulas poderiam ferir um direito básico dos acionistas ao impor um limite muito baixo para acionar a OPA, obstruindo a livre circulação das ações; ii) subtrairiam aos acionistas o direito lícito de receber uma oferta razoável por suas ações, ao impor

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até março de 2007*

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	431,66%	333,91%	240,71%
36 meses	156,71%	145,75%	106,28%
24 meses	81,42%	83,46%	71,31%
12 meses	25,71%	21,98%	20,37%
3 meses	5,18%	2,10%	2,34%

Valor da cota em 30/03/2007 = R\$ 154,587335179

camente com idêntica redação<sup>15</sup>; ii) as provisões têm aparecido de forma mais freqüente nos últimos IPOs. Do total de 69 IPOs, 34 apresentam mecanismos de proteção, sendo que estes estão presentes em 27 das últimas 40 operações; iii) o número de operações vem aumentando ao longo do tempo – 34 ofertas nos últimos sete meses contra apenas 7 nos sete primeiros meses do ciclo. Esta aceleração de ofertas recentes é compatível com as evidências empíricas de que banqueiros e empresários calibram a oportunidade de levar as empresas a público, conforme suas expectativas sobre a duração dos momentos favoráveis oferecidos pelo mercado; iv) há uma conhecida competição entre os dois principais bancos de investimento pelo topo de ranking

(13) Este é o caso, por exemplo, da *Loi sur les bourses da Suíça* (Goergen, Martynova e Renneboog 2005). Um outro dispositivo usado sob o argumento de proteção contra eventuais interesses imediatistas é a regra de direito de voto proporcional ao tempo de duração da participação, encontrada em alguns estatutos de companhias francesas, por exemplo.

(14) O estatuto da Bematech também prevê a possibilidade de dispensa de oferta pública para quem atingir 30% de participação. Neste caso, o documento impõe a necessidade de 50% mais um acionistas como quorum mínimo para aprovação da dispensa em assembleia geral.

(15) Na linha sugerida por Hannes (v. nota 2), uma provável explicação para esta uniformidade seria o fato de não termos um mercado de takeover efetivo por aqui, e, com isso, as companhias ainda não perceberam a necessidade de diferenciação de suas defesas.

um prêmio excessivo na realização da OPA; iii) sugeririam desvio de poder dos administradores, eventualmente exercendo suas funções para manter-se no poder e não para lograr os fins e os interesses da companhia.

Na prática, este ciclo de IPO's mostra que o empreendedorismo local teria atingido um novo patamar de maturidade. E com isso adquire as credenci-

ais de acesso a novos canais de financiamento e à possibilidade viabilizar projetos de expansão a custos competitivos. No momento em que se elege o mercado de capitais como cúmplice de pretensões elevadas, a presença destes dispositivos de defesa parece anacrônica. A única vantagem do desenvolvimento tardio do nosso mercado de capitais é a de poder queimar etapas, aprendendo com a his-

tória alheia. Neste sentido, a experiência americana merece ser observada. E lá, a rota evolutiva, forjada sob os imperativos da competição, decretou o desuso dos dispositivos de defesa e elegeu o mercado de controle corporativo como mecanismo de sucesso adaptativo na vida das companhias.

Rio de Janeiro, 7 de maio de 2007.

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

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 554.583.992,84

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

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

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

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

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO  
DE RECURSOS LTDA.**

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