

Carta

Dynamo 28

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2000

Fechamento de capital: mercado, monopólio e regulação

A liquidez de uma ação é dada pela quantidade de compradores e vendedores que fazem suas ofertas cotidianamente no mercado. Um dos melhores atributos da ação líquida é ter seu preço calculado na melhor aproximação possível do preço justo. Qualquer distorção (na percepção dos agentes) para cima ou para baixo é rapidamente corrigida. Isto é o que ocorre no mercado americano onde boa parte das empresas abertas tem seu controle pulverizado e, adicionalmente, há a disseminação do investimento em bolsa como opção preferencial daqueles que dispõem de alguma poupança.

No que se refere à liquidez, no Brasil temos dois problemas crônicos: as altas taxas de juros que sempre afastaram os investidores da aplicação em ações (pelo lado da demanda) e a estrutura concentrada de controle das nossas companhias (pelo lado da oferta). É a partir desta última e seus efeitos sobre a liquidez em momentos cruciais da vida societária das companhias, que se deve procurar os fundamentos da nova regulamentação da CVM para ofertas públicas e fechamentos de capital no mercado brasileiro.

Entre as principais dificuldades para o bom funcionamento dos mercados, identificadas em toda a literatura relevante, está a presença de monopólios

(ou monopsônios) e oligopólios (ou oligopsônios) nas trocas econômicas. Nestes casos, os preços formados pelo mecanismo de oferta e demanda são socialmente ineficientes e só através da intervenção regulatória do Estado é possível corrigir esta anomalia.

Ora, o poder de monopólio nestá presente nas operações de fechamento de capital. O controlador

(ou grupo controlador) é o comprador único de todas as ações existentes. Mais ainda, pela proximidade que tem com a gestão, interfere na performance da empresa tendo por isso mesmo uma considerável vantagem comparativa no *timing* para a decisão de adquirir ações. Não por outra razão a CVM, no seu papel de órgão regulador do mercado mobiliário e conforme previsto na lei

6385 de dezembro de 1976, vem estabelecendo regras específicas para esta situação. As versões mais recentes das várias Instruções emitidas pela CVM sobre o assunto são as Instruções 229 de janeiro de 1995 e a 299 de fevereiro de 1999 que acabam de ser modificadas pela Instrução 345 de setembro deste ano. Ambas as Instruções e as alterações introduzidas pela 345 mere-

Nosso Desempenho

As cotas do Dynamo Cougar tiveram uma valorização de 7,2% no terceiro trimestre de 2000, levando o retorno acumulado nos primeiros nove meses do ano para 11,7%. Nos mesmos períodos, o FGV-100 valorizou-se 3,3% e 8,7%, enquanto o Ibovespa caiu 3,8% no terceiro trimestre e 5,7% no acumulado do ano.

Nos últimos cinco anos, ou seja desde 29 de setembro de 1995, as cotas do Cougar valorizaram-se 149,4% em dólar, ou equivalente a 20,0% ao ano. A rentabilidade anualizada do Ibovespa nesse período foi de 12,3% e, do FGV-100, apenas 5,0%.

Em nossas últimas Cartas, e até fugindo um pouco de nosso estilo habitual, temos comentado que a combinação do cenário de uma queda contínua das taxas de juros reais aliado à reforma da Lei das S.A. nos deixava oti-

mistas com relação à evolução do preço das ações no Brasil no curto prazo. Na prática, a alta do preço do petróleo e a deterioração da situação da Argentina acabaram atrasando o processo de redução das taxas de juros. Além disso, a reforma da Lei também não evoluiu e continua parada esperando a votação inicial no Congresso. Depois de aprovada nesta instância, o projeto ainda terá que passar pelo Senado.

Se é difícil termos uma visão clara sobre o que vai acontecer com o petróleo ou com a Argentina, continuamos otimistas com relação à situação dos acionistas minoritários no Brasil. Apesar da nova lei ainda não ter sido aprovada, a discussão em torno dela acabou produzindo uma série de efeitos positivos que podem vir a causar um impacto muito favorável no mercado de capitais do Brasil. Estamos nos referin-

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. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura.

Tabela I - Desempenho em US\$
até setembro de 2000

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	149,41%	28,01%	78,71%
36 meses	35,66%	17,01%	-18,94%
12 meses	62,00%	71,83%	45,92%
6 meses	2,14%	-5,43%	-14,58%

Valor da cota em 29/09/2000 = 22,935653493

do especificamente às iniciativas em curso de (i) alteração das regras de aplicação dos fundos de pensão brasileiros de forma a criar incentivos para investimentos em ações de empresas que apresentem boa governança corporativa; (ii) criação do Novo Mercado pela Bovespa onde somente ações com boa governança corporativa obtida através de seus estatutos e garantidas por contratos privados de listagem poderão ser negociadas; (iii) adoção, pelo BNDES, de critérios de boa governança como parâmetro para definição da forma de sua participação em projetos que vão desde empréstimos até investimentos diretos em empresas emergentes.

Se implementadas de forma adequada, o conjunto destas iniciativas deverá trazer enormes benefícios ao nosso mercado de capitais. Continuamos a acreditar que a reforma da Lei acabará sendo aprovada, mesmo que, talvez, o projeto não permaneça exatamente como está hoje. Entretanto, mesmo que este não fosse o caso, o debate em torno da lei já serviu para avançarmos significativamente na direção de um mercado mais saudável e equilibrado. Desnecessário dizer que este cenário é particularmente favorável para fundos com a filosofia de investimentos do Dynamo Cougar.

O nono princípio básico de investimentos de Warren Buffett começa da seguinte forma: "We feel that noble intentions should be checked periodically - on a five-year rolling basis - against results..." ("Achamos que nobres intenções devem ser testadas periodicamente - em períodos móveis de cinco anos - pelos resultados alcançados ..."). Dentro deste espírito, e adaptando o conceito ao nosso caso, produzimos o gráfico exposto na

página ao lado que ilustra muito bem este ponto, mas por ser pouco usual merece uma explicação mais detalhada.

O gráfico foi construído da seguinte maneira: inicialmente medimos, para cada dia do período de 01 de setembro de 1993 (criação do Dynamo Cougar) até 30 de setembro de 1995 (último dia para o qual temos estatísticas de 5 anos) o retorno de um investimento realizado naquela data e resgatado cinco anos depois, medido em relação ao IGP-M. As taxas de retorno encontradas foram colocadas em histograma de frequência para que fosse possível visualizá-las. Assim, no primeiro bloco mostramos que no conjunto das taxas de retorno do Dynamo Cougar, não foi encontrado nenhum valor negativo. No segundo, fica evidenciado que também não foram encontrados valores na faixa de 0 a 10% de retorno.

Dito de outra forma, ninguém que tenha investido por cinco anos no Dynamo Cougar, em qualquer dia do período analisado, teve perda real de principal ou rendimento real anual inferior a 10%, ao contrário do que aconteceria se o investimento tivesse sido feito nos índices Bovespa ou FGV-100. Os dois últimos blocos mostram que, em 2,7% do universo, o retorno ficou entre 10 e 20%, e que, em 97,3%, o investimento rendeu mais do que 20% ao ano acima do IGP-M. Isto é, o investidor que permaneceu no fundo por cinco anos, desde quando podemos ter estatísticas para este tipo de avaliação, teve, na maioria significativa dos casos, rendimentos reais acima de 20% ao ano. Portanto, nossa nobre intenção de produzir retornos reais de pelo menos 20% ao ano medidos em períodos de cinco anos sobrevive ao teste de Warren Buffett.

com uma análise mais detalhada.

No que diz respeito ao problema que estamos tratando, a 229 exige que: (a) o fechamento de capital seja aprovado em Assembleia Geral Extraordinária pela maioria dos acionistas com ou sem direito a voto; (b) o fechamento de capital só seja possível se pelo menos 67% dos acionistas que se manifestarem em relação a oferta de compra de suas ações o fizerem favoravelmente à venda; e (c) mesmo os que não aceita-

rem a oferta do controlador, caso o fechamento ocorra, poderão vender suas ações durante seis meses contados da data da realização da Assembleia Geral que aprovar as demonstrações financeiras do primeiro exercício social posterior ao cancelamento do registro de companhia aberta.

Qual a importância destas regras? Antes de mais nada, o fechamento em si tem que ser aprovado pela maioria de todos os acionistas e portanto o controlador, em empresas onde

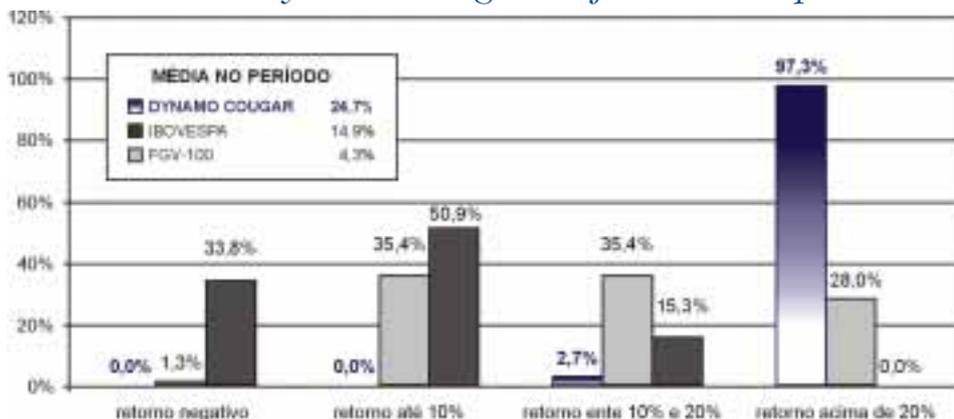
possui menos do que 50% do capital total, não pode tomar esta decisão unilateralmente. Isto é muito importante porque quando o fechamento de capital é precedido por perspectivas sombrias para o negócio apresentadas pelos próprios executivos (escolhidos pelo controlador) ou por malabarismos contábeis que depreciam artificialmente o valor da empresa, cabe aos minoritários não permitir o fechamento já na instância da Assembleia. Evidentemente, quando o

controlador é menos "alavancado" e possui a maioria do capital total isto não é possível, independentemente das condições artificialmente criadas para desvalorizar as ações.

Mesmo quando a Assembleia deliberar pelo fechamento de capital, o controlador deverá apresentar a oferta para a compra das ações a um determinado preço. Somente quando uma ampla maioria (dois terços) dos que se manifestarem o fizerem pela venda é que ela poderá ocorrer. Assim, se um acionista entende que o preço não é justo, imediatamente deve se manifestar contra o fechamento de capital e não alienar suas ações. Se mais de um terço dos manifestantes procederem da mesma forma estará claramente evidenciado para o comprador que o preço ofertado é muito baixo. Um problema muito complicado para o minoritário seria se opor a venda quando mais de dois terços dos minoritários tomarem a atitude contrária. Neste caso, esse acionista poderia restar com ações ilíquidas e por isso mesmo desvalorizadas, talvez até mesmo abaixo do preço (baixo) ofertado pelo controlador. Daí a importância do direito de vendê-las posteriormente para a companhia nos prazos estipulados pela 229. Dito de outra maneira: este conjunto de regras tem por objetivo evitar, na medida do possível, que a posição monopolista do comprador permita sua decisão "oportunista" de fechar o capital em um determinado momento por ele mesmo construído e, ainda, que explore a ameaça de iliquidez para forçar os minoritários a vender suas ações a preço irrazoável.

Com todas as suas imperfeições – não há regulamentação perfeita, apenas regulamentação possível – a 229 foi muito efi-

Freqüência dos retornos de aplicações por cinco anos no Dynamo Cougar (deflacionados pelo IGPM)*



(*) ver explicação detalhada ao final do quadro "Nosso Desempenho"

ciente. Tanto que, logo em seguida, inicia-se uma questionável procura pelas chamadas "saídas legais" para esta "perturbação nos negócios" introduzida pela intervenção da CVM. Qual foi o resultado desta pesquisa? O obscuro caminho do "fechamento branco" de capital. E o que vem a ser isso?

Ao invés de percorrer todas as etapas traçadas pela 229 - em especial a Assembléia e a questão dos 67% - o controlador percebeu que poderia fazer melhor: simplesmente anunciar uma oferta pública voluntária para a aquisição de ações, sem entrar no mérito da intenção subsequente de fechar formalmente ou não o capital. É claro que sendo uma oferta pública, cada acionista pode optar por vender ou não suas ações. Mas aqui entra a questão de monopólio na produção de iliquidez que vimos tratando desde o início: a minha decisão de vender depende do que farão os demais pois se o preço oferecido é baixo eu prefiro não vender se muitos também não o fizerem. Caso contrário, a perspectiva de ficar com uma ação ilíquida pode tornar a venda inevitável quase que independentemente do preço. Na oferta pública não é possível saber *a priori* quem venderá ou não. Tudo fica ainda mais

complicado pelo fato de que, encerrada a oferta, o acionista que permanecer com suas ações não terá como vendê-las posteriormente dado que a oferta não fica aberta por um período suficiente para que se possa conhecer a posição dos outros acionistas. Alguns chegaram mesmo a ofertar preços maiores para os primeiros vendedores e a partir daí o preço ia se reduzindo, fazendo com que os acionistas se "apressassem" na sua decisão de vender. Nos casos em que nós, da Dynamo, tentamos objetar quanto ao preço da oferta, absolutamente fora de qualquer padrão razoável *vis a vis* os números fornecidos pela própria companhia, a resposta era tão simples quando cínica: - "se vocês acham barato, então não vendam!". Só que não vender na oferta pública pode significar não vender as ações por muito tempo, pois o mercado do papel pode simplesmente desaparecer. É na exploração desta armadilha de iliquidez, proporcionada pelo papel de comprador monopolista do controlador, que residia, até recentemente, o truque da circunavegação da 229.

Diante dos abusos óbvios que foram se acumulando em seguida à edição da 229, a CVM voltou a agir, agora através da Instrução 299. Além de atingir

outros objetivos e de organizar formalmente vários aspectos importantes das ofertas públicas por parte do controlador, estabelecia a 299 no que se refere ao nosso tema que: (a) se mais de um terço dos acionistas adere à oferta, a companhia é obrigada a prorrogá-la por mais quinze dias e (b) o controlador é obrigado a declarar sua intenção quanto a promover ou não o subsequente cancelamento do registro de companhia aberta e, no segundo caso, só poderá propor o fechamento decorrido o prazo de dois anos contados da data da liquidação integral da oferta pública.

O objetivo do item (b) é o de distinguir a verdadeira oferta pública do fechamento de capital disfarçado, e o do (a) é diminuir os riscos da armadilha de iliquidez (é bem verdade que a redação da 299, em alguns trechos, não é muito precisa e não temos notícia de que esta prerrogativa de extensão do prazo por quinze dias tenha sido implementada em casos recentes). Mas cabem aqui dois comentários: em primeiro lugar a regra do item (a) não é suficiente para resolver o problema, uma vez que o prazo de quinze dias é muito reduzido (se comparado com o de seis meses estabelecido na 299 segundo outro critério mas para o mesmo fim) e durante este

período repete-se a dificuldade que a regra pretende corrigir na primeira etapa da oferta. Em segundo lugar, o fato do controlador declarar sua intenção de fechar ou não o capital não é suficiente para desfazer a impressão que uma oferta que admite abranger até a totalidade das ações no mercado não é outra coisa se não uma tentativa de obter os efeitos práticos da 229 sem, no entanto, submeter-se às suas restrições. A verdade é que quando um controlador se propõe a adquirir um percentual muito expressivo do *free float*, retirando liquidez substancial da ação, nos parece óbvio que não é exatamente o desenvolvimento de seu mercado o que o controlador está procurando, mas muito pelo contrário, sua extinção. A inter-relação entre 229 e 299 ficou tão clara nos casos empíricos que ocorreram pré e pós a edição da 299 (muitos deles comentados em cartas anteriores) que não restou à CVM alternativa se não sancionar nova Instrução que define com clareza o que é fechamento de capital e o que é (e em que condições pode ser exercido) o legítimo direito do controlador de adquirir mais ações de sua companhia no mercado através de oferta pública. Surge então a Instrução 345 de setembro de 2000.

Além de alguns ajustes relevantes na 229, a nova Instrução definiu muito claramente a diferença entre o que é o controlador comprar eventualmente ações no mercado e o que é fechamento de capital. A utilização da 299 ficou limitada para a aquisição, pelo controlador de, no máximo, um terço do *free float* a cada dois anos. Aquisições acima deste limite, somente são permitidas se o procedimento for aquele determinado pela 229. Assim, os acionistas, diante da decisão do controlador de com-

prar ações da companhia, poderão saber previamente quando se trata de uma tática simples de comprar mais ações (via 299) – o que aliás pode até ser um sinal positivo de que o controlador acha que as ações estão baratas – e quando se configura uma estratégia mais ampla de fechamento de capital, caso no qual os perigos da armadilha de iliquidez para os minoritários é razoavelmente controlada pelas regras da 229.

O fechamento de capital é um direito legítimo do controlador e seu exercício em condições adequadas é mais um elemento de racionalidade no mercado pois não faz sentido societário manter-se aberta uma empresa contra a vontade de seu dono. Há que se reconhecer porém os elementos que distorcem o funcionamento do mercado nessas circunstâncias, para que possam ser corrigidos. Monopólios em geral são muitas vezes

estruturais. Para funcionarem (como de fato funcionam) em condições socialmente ótimas em países capitalistas, demandam regras particulares. No caso do monopólio daquele que deseja comprar todas as ações em circulação de uma companhia da qual é proprietário, não se pode prescindir de regulamentação adequada, sob pena de se estar prescindindo também de premissas fundamentais para o funcionamento eficiente dos mercados. Por isso mesmo, acreditamos que a evolução do quadro regulatório que descrevemos nesta carta é muito positiva. Os que ainda vêm imperfeições nas normas já publicadas, têm a oportunidade (talvez o dever) de contribuir construtivamente para seu aprimoramento, manifestando-se publicamente ou encaminhando suas sugestões aos órgãos competentes. Aqueles que se limitam a rejeitar a regulação com argumentos que se preten-

dem elegantemente liberais, ou estão completamente desinformados sobre a construção institucional dos mercados em países desenvolvidos ou são saudosistas de benefícios anacrônicos que não devem ser - em hipótese alguma - ressuscitados.

Na verdade, toda esta produção recente de regulamentação que gira em torno do fechamento de capital, decorre de um viés que julgamos existir na Lei das S.A.. A Lei foi concebida como um instrumento para desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Portanto, está voltada para a expansão do mercado e não para a sua contração. Quando o controlador deseja vender suas ações, os incentivos são todos no sentido de dar aos compradores as melhores informações para justificar o preço da oferta. As projeções dos investidores para a empresa precisam coincidir com as do controlador para que o negócio seja viável, ou

seja, a decisão final é do investidor. O problema é o caso contrário, quando o controlador deseja comprar as ações e tenta “convencer” aos acionistas que de que sua própria empresa vale menos do que se pensava. Aqui os interesses estão profundamente desalinhados. Tornam-se de fato tão divergentes e os valores envolvidos podem ser tão significativos que, aparentemente, mesmo a existência das novas Instruções da CVM não impede (nem poderia impedir) que a chamada “criatividade dos agentes” volte a procurar novas alternativas para contornar as restrições da 229/299. Não por outra razão, estamos muito atentos aos desdobramentos do caso recente da incorporação da BR Distribuidora pela Petrobrás que pode (ou não) vir a simbolizar mais uma recaída do mercado nos velhos hábitos dos tempos anteriores à Instrução 345.

Rio, 23/11/2000.

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
1º Trim/98	16,55	16,55	675,66	18,15	18,15	126,83	15,07	15,07	261,14
2º Trim/98	-8,70	6,40	608,30	-19,40	-4,80	82,80	-19,60	-7,50	190,30
3º Trim/98	-33,50	-29,20	371,20	-27,20	-30,70	33,10	-33,40	-38,40	93,50
4º Trim/98	14,20	-19,10	438,10	-1,20	-31,50	31,50	-0,10	-38,40	93,30
1º Trim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2º Trim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3º Trim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4º Trim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
1º Trim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2º Trim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3º Trim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes 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).

Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados, fale com Bruno Rocha, Pedro Eberle, Marcelo Stallone ou Luiz Orenstein, mande-nos um e-mail: dynamo@dynamo.com.br ou visite nossa página na internet: <http://www.dynamo.com.br>

DYNAMO

**ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 512-9394 – Fax: (021) 512-5720