

Continuação

Retomamos nesta Carta, que marca os vinte e cinco anos da Dynamo, as anotações das nossas memórias iniciais. Avançamos a narrativa para recolher os destaques das Cartas Dynamo 17 a 32, que registram os principais momentos do quinto ao oitavo ano da nossa história. No final, apresentamos um índice temático que reúne os títulos e temas das Cartas 33 a 100.

Na Carta Dynamo 17, *A teoria do caos e a crise asiática*, referente ao 4º trimestre de 1997, tratamos do efeito contágio da crise financeira que se iniciou nos chamados Tigres Asiáticos e se alastrou pelos mercados globalizados. Usando o paralelo da teoria do caos, as borboletas bateram asas num canto do mundo originando furacões em outras partes. No Brasil, o governo respondeu mais uma vez aumentando rapidamente a taxa básica de juros. Faltava recrutar a política fiscal. Nossa recomendação à época é de uma atualidade frustrante: *“No entanto, enquanto as reformas estruturais (especialmente a previdenciária e a tributária) não forem aprovadas, continuaremos vulneráveis a outra revoada de borboletas asiáticas... Contudo, se essas reformas vierem a ser aprovadas durante o segundo semestre de 1998, por exemplo, e o cenário externo permanecer como no final de 1997, podemos dizer que, a longo prazo, a crise de outubro terá sido positiva para o Brasil, por ter tirado o governo do imobilismo confortável que se encontrava”*.

No mercado de capitais, o efeito da crise foi o de promover uma liquidação desenfreada de posições explicada como parte de um movimento estratégico de ajustes de portfólios globais, desprezando quaisquer considerações acerca dos fundamentos das companhias. A “segunda linha” mais ilíquida acabou sofrendo até mais, e o Cougar pela primeira vez encerraria um exercício atrás do Ibovespa. Mantivemos a serenidade de investidores de longo prazo e aproveitamos para aumentar a exposição da carteira em nomes que gostávamos e que haviam sofrido bastante: Renner, Saraiva, Lojas Americanas e as Ipirangas, Distribuidora (DPPI) e Petróleo (CBPI). Por coincidência, neste momento em que a maioria dos investidores parecia desnorteada com a queda livre dos preços, comentamos o desfecho bem sucedido de uma construção (a)típica de investidor fundamentalista, participativo e de longo prazo,

onde a Dynamo desempenhou um papel importante. Trata-se da reestruturação societária da Indústrias Villares (IVI) levando à extinção das partes beneficiárias e à distribuição da totalidade de suas ações na Elevadores Atlas para todos seus acionistas. A Atlas, que viria a ser maior a posição do Fundo, se formava assim como primeira *corporation* genuína em nosso mercado.

Com a estabilidade macroeconômica e contando com um mercado interno promissor, o país se tornava alvo das multinacionais com estratégias expansionistas, o que nos levou a experimentar uma onda de consolidação em várias indústrias. A situação do acionista minoritário em circunstância de transferência de controle nas companhias abertas foi o tema da nossa Carta 18, *Mudança de controle*. As dificuldades começam na partida com a falta de transparência dos anúncios das ofertas. Era comum os compradores não divulgarem suas intenções em relação aos demais acionistas, seus objetivos de gestão em relação à companhia adquirida, sem falar nos esclarecimentos quanto à possibilidade de conflitos de interesses.

Nossa amostra de 16 casos detectou que mesmo diante da realidade de um excessivo prêmio de controle (em média de 250%) – em tese uma demonstração de inequívoca confiança dos novos sócios – a performance das ações preferenciais continuava pífla. Na verdade, o desempenho medíocre das preferenciais retratava a completa assimetria entre ordinaristas participantes do bloco de controle e demais acionistas. Nossa experiência na época já indicava que quanto maior o prêmio pago pelo controle maior o incentivo dos novos sócios de tentar fazer preço médio nas demais ações. Era um tal de construir provisões, esconder resultados, e quando não raro, ainda aparecia a figura de um contrato de gestão em favor do controlador baseado em um percentual de receita da companhia. Nessas circunstâncias, em nossas interações com as companhias, os executivos assumiam uma posição insólita de enfatizar dificuldades, traçar cenários pessimistas, procurando depreciar expectativas de seus interlocutores. Internamente, passamos a chamar este estado de espírito surrealista de “road show de fechamento de capital”.

“A teoria evolucionária nasceu na biologia e tornou-se multidisciplinar pela utilização do conceito de sobrevivência em ambientes competitivos para explicar a formação de estruturas sociais complexas tais como empresas, partidos políticos e organizações”. Com essas linhas iniciamos a Carta 19, *Se Darwin fosse um analista*. Companhias também estão inseridas em um ambiente competitivo que *“testa a qualidade do desenho de cada participante, eliminando os de má qualidade e aperfeiçoando os de melhor resultado”.* E estes desenhos que funcionam como registros físicos da evolução são passíveis de serem estudados através de engenharia reversa. Papel do bom analista seria então perscrutar estes elementos inovadores que podem levar ao sucesso empresarial.

Modelos mentais são ingredientes fundamentais na formação do ferramental analítico do investidor. Voltaremos a eles em Cartas futuras. Aqui, com esta analogia, tratamos do desenho dos programas de opções de compra de ações, na época ainda novidades em nosso mercado. O tema do alinhamento de interesses é uma construção permanente dentro de um projeto de boa governança. Um instrumento que possibilite *“à empresa compartilhar com seus empregados da propriedade do capital, recompensando-os por uma performance superior”* tem valor inestimável. Sugerimos alguns contornos tais como: pacotes de longo prazo, com período de carência para liberar as ações; de preferência, os recursos para o exercício devem advir dos bônus anuais; preço de exercício com descontos *“de 5 a 20% como incentivo extra para a sua efetivação”.*

Com o agravamento da situação externa, o Cougar sofreria sua pior queda até então no terceiro trimestre de 1998, quando as cotas se desvalorizaram 31,8%, em linha com o Ibovespa que caiu 34,5%. O colapso emblemático do LTCM expôs a fragilidade das estratégias altamente alavancadas ensinando cruamente aos ilustres prêmios Nobel que nas crises agudas os mercados sincronizam e as correlações históricas de nada valem. A partir de então, o prognóstico unânime do mercado passou a ser de contração do crédito e de desaceleração da economia em toda a parte. No Brasil, a recomendação óbvia era a da proteção segura e confortável do CDI. Na Carta Dynamo 20, *Consenso e bom senso*, lembrávamos que naqueles patamares de valuation, onde o P/L médio ponderado para carteira situava em torno de 3,5x, nosso bom senso fundamentalista recomendava aumentar a exposição do Fundo, apesar do consenso de mercado indicar a direção da renda fixa. De fato, o Cougar voltaria a apresentar rentabilidade positiva nos seis trimestres seguintes, acumulando um ganho de 148,8%, ou uma apreciação já líquida deste terrível trimestre de 69,7%.

A coragem da atitude *contrarian* já começaria a se pagar no trimestre seguinte quando o Fundo recuperou 14,2% de valor enquanto o Ibovespa ficou no zero a zero. Aproveitamos a Carta Dynamo 21, do último trimestre para lembrarmos que o ano de 1998 havia sido de particular desafio para investidores. A moratória da Rússia provocara pânico generalizado pegando de surpresa tanto investidores *smart money* testando patamares inéditos de alavancagem, quanto os grandes bancos internacionais operando no *“limite de suas irresponsabilidades”.* O efeito do refluxo de liquidez logo se alastraria para os países emergentes.

O Cougar apresentou uma rentabilidade negativa de 12,5% no ano, enquanto o Ibovespa despencou sem freios devolvendo 33,4% de valor. Neste cenário de forte turbulência dos mercados, dois eventos societários importantes ocorreram em nosso portfólio, sobre os quais tratamos nesta Carta 21, *Novos paradigmas, novos problemas*. Mais uma demonstração da nossa preferência pelos temas que envolvem as companhias e dizem respeito à nossa capacidade de gestão ativa dos investimentos.

O primeiro foi a oferta pública de aquisição da Renner pela JC Penney. A estrutura da oferta feita aos acionistas preferencialistas continha condições que a tornavam extremamente injusta, tais como preços diferenciados para quem se antecipasse a vender e limitação do número de ações a ser adquirido. Ou seja, os acionistas deveriam correr para vender, caso contrário, teriam que enfrentar um desconto de 20% ou ficar sem qualquer liquidez. A oferta não divulgava o preço pago aos controladores nem dava qualquer sinal sobre as intenções futuras do novo estratégico. Reclamamos junto aos órgãos competentes e coordenamos de forma inédita um grupo de acionistas. Os entes regulatórios agiram com celeridade: a Bovespa suspendeu a negociação e a CVM suspendeu a oferta. A JC Penney veio com uma nova oferta melhorando as condições, ainda assim decidimos não aderir. De fato, mais à frente, venderíamos nossa posição em um preço melhor.

O segundo caso foi a Eternit. Companhia que vínhamos acompanhando fazia tempo. Naquela altura, estudos técnicos de qualidade não comprovavam que o amianto tipo crisotila, usado pela companhia, produzia efeitos nocivos verificados na Europa e nos Estados Unidos onde o amianto anfíbólio havia sido empregado de forma indiscriminada. A mina da Eternit era considerada modelo na atividade de mineração tendo obtido o selo ISO 14001. A companhia represava caixa e nossa recomendação foi no sentido de otimizar a estrutura de capital. Reunimos um grupo expressivo de acionistas que encaminhou à Assembleia Geral uma proposta alternativa à administração. O grupo revelou-se majoritário e naquela que talvez tenha sido a primeira AGE de verdade que tivemos notícia. O dividendo

extraordinário representou um *yield* de 25%. A partir de então, a Eternit virou uma pagadora de dividendo atraindo para sua base acionária um grande número de acionistas pessoas físicas. A pulverização do capital trouxe liquidez e valorização inéditas para suas ações.

Após uma longa discussão sobre câmbio fixo x flutuante, âncora cambial, passando por experimentos heterodoxos (ou seriam esdrúxulos) como “banda diagonal exógena”, o Brasil decidiu liberar sua moeda e o que se viu forte uma forte perda de valor do Real num primeiro momento. Neste contexto, a Carta 22, *O valor real das empresas no Brasil*, faz uma análise dos efeitos de uma desvalorização sobre o valor intrínseco das companhias. Dividimos os efeitos sobre os “itens-estoque” do balanço patrimonial e sobre os “itens-fluxo” que dizem respeito às rubricas do demonstrativo de resultados. A análise do balanço é mais estática e direta. Os impactos sobre os fluxos ao longo do tempo são mais importantes e mais difíceis de estimar, pois é preciso inferir qual será a desvalorização real efetiva para cada companhia, ou seja, onde a relação câmbio-inflação repousará em equilíbrio após o *overshooting* inicial vis à vis a capacidade da empresa de repassar inflação. Como a depreciação da moeda costuma ser inflacionária e algum repasse sempre é possível, concluímos que a desvalorização invariavelmente acaba aumentando o valor das companhias em moeda local¹. Aproveitamos para ilustrar o caso da dificuldade dos investidores em acessar o valor das companhias em momentos de deslocamentos importantes da taxa de câmbio a partir do nosso investimento na Fosfértil. Apesar de não ser uma companhia exportadora, sendo a única produtora local de insumo importado, a Fosfértil precificava seus produtos em dólar. Naquele momento, nossos cálculos dos efeitos da desvalorização sobre os resultados da companhia nos levaram a um P/L de 3,2x para 1999. Uma barganha de valor ocultada pela confusão mental decorrente do movimento brusco do preço relativo das moedas.

A Carta Dynamo 23 inaugura uma longa sequência de textos sobre assuntos societários e de governança corporativa. Como investidor de longo prazo, à luz da experiência daqueles quase seis anos de militância ativa, estávamos convencidos de que se o país alimentava pretensões nobres de dispor dos benefícios inequívocos de um mercado de capitais vibrante, precisávamos estabelecer as bases institucionais de proteção ao acionista minoritário. O desamparo legal oferecia lacunas para o oportunismo societário. A falta de vigilância regulatória tornava os

preferencialistas alvo fácil das presas do controle. De susto em susto, como reflexo behaviorista de uma estratégia primária de sobrevivência, a rota de fuga da liquidez era invariavelmente escolhida. E assim, baixo envolvimento e pouco interesse pelas discussões societárias surgiam como corolários naturais deste ecossistema de forças assimétricas.

Nossa atuação baseava-se em dois princípios para nós cristalininos: (i) fazer valer os direitos já assegurados à época, buscando restabelecer a parcela de valor na sociedade devida aos acionistas não controladores, mas nem sempre por eles apropriada; (ii) sob o respaldo de vasta evidência empírica em países com mercados de capitais mais desenvolvidos, insistir que a equidade nas relações societárias invariavelmente levaria a uma melhor precificação da companhia e com isso a um ganho para todos os acionistas. Se a atuação decorrente da premissa (i) caberia ser interpretada como uma agenda conflitante e meramente redistributiva, o enunciado (ii) logo dissipava essa leitura estreita indicando que estávamos diante de um propósito superior, trazendo benefícios sistemáticos para todos os participantes. Buscávamos sim defender de forma pró ativa os interesses dos nossos cotistas, resgatando seus direitos, com a nítida convicção de que desta forma estávamos construindo as bases para a criação de valor sustentável para todos os participantes do quadro social.

A Carta 23, *A teoria da janela quebrada*, traça um paralelo para ilustrar a situação do acionista minoritário, lembrando que a experiência bem sucedida de redução drástica da criminalidade na cidade de Nova York se deu a partir de uma política de combate austero às infrações consideradas mais brandas, como grafiteagem e alcoolismo. O diagnóstico da polícia especializada foi o de que este quadro permissivo acabava criando o ambiente para o surgimento do crime mais grave. Como uma janela quebrada e não consertada de um edifício, logo outras surgem destruídas e o prédio todo se degrada. De mesma forma, se a polícia ignora os pequenos infratores, violações mais graves começam a proliferar. Estendemos a analogia para o descaso com que em determinadas circunstâncias os acionistas minoritários vinham sendo tratados no país. “O uso endêmico de variações em torno de artifícios engenhosos para contrariar o espírito de uma sociedade por ações e a distribuição de seus resultados, colocam muitas vezes o mercado de capitais brasileiro em um cenário tão desolador quanto o das ruas mais escuras do Bronx”.

Víamos progressos relevantes na disposição recente da CVM de tratar com mais firmeza esses distúrbios oportunistas, como ocorreu no caso da oferta da Renner, conforme comentamos anteriormente. Logo a seguir, veio a publicação da importante Instrução 299 dispondo sobre a divulgação de informações em alterações de controle e

¹ Naturalmente, o raciocínio não se aplica para aquelas companhias com regime de custos predominantemente denominados em moeda estrangeira e receitas em moeda local.

em movimentações de participação dos *insiders*, além de disciplinar o instrumento das ofertas públicas para aquisições de ações.

Neste mesmo trimestre, deu-se a conclusão da aquisição da Elevadores Atlas pela Schindler. Na altura, a Atlas era o maior investimento do Fundo e gerou um retorno excelente. A Atlas foi vendida por cerca de R\$ 720 milhões e o Cougar começou investir na holding Indústria Villares (IVI) em 1995, chegando a comprar ações por apenas R\$ 40 milhões de valor de mercado. A IVI promoveu uma reorganização societária, eliminou as partes beneficiárias, unificou as classes de ações da Atlas, transformando-se na primeira *corporation* do país e passou a distribuir dividendos compatíveis com a característica estável e lucrativa de seu negócio. O desfecho desta curta história de muito sucesso da Atlas no mercado de capitais também se deu da melhor forma possível. Sem que tivesse qualquer obrigação legal, a Schindler decidiu estender para todos os demais acionistas, com um desconto de apenas 11%, a oferta feita para o grupo de acionistas que juntos compunha a maioria do capital. Naturalmente, isto foi conseguido no âmbito das discussões deste grupo atuando em prol dos demais acionistas. De fato, a oferta para os demais representou um prêmio de 37% sobre o maior preço histórico das ações e de quase 100% em relação à média dos 90 dias anteriores à venda.

A Carta Dynamo 24, *Para entender o Conselho Fiscal*, trata desta importante instância para o exercício de participação e monitoramento, assegurado por lei aos acionistas minoritários, ordinaristas ou preferencialistas. À luz da nossa vasta experiência – a Dynamo exerceu este direito de representatividade sempre que possível – a Carta descreve a mecânica de reivindicação dos assentos, a responsabilidade dos acionistas nestas nomeações, as regras de composição do CF, suas competências específicas como órgão colegiado, além dos direitos e deveres de seus membros conselheiros. O tom é didático, como o próprio título sugere, e a ideia era a de compartilhar nossa vivência procurando fomentar nos demais investidores a disposição para exercício do engajamento societário. Sabíamos que quanto mais os participantes se envolvessem, mais cedo chegaríamos ao tão almejado equilíbrio de governança. Naturalmente, sob este ângulo de preocupação permanente com a harmonia das relações, também alertávamos para o perigo das infiltrações de eventuais comportamentos indevidos. O membro do CF deveria buscar exclusivamente o interesse da companhia, sem jamais extrair para si ou para o acionista que o elegeu benefícios em consequência do posto que ocupa. *“O conselheiro chantagista é um predador da reputação do CF, razão pela qual esta espécie, se ainda persiste, deve ser rapidamente extinta”*.

Na Carta Dynamo 25, *O dilema dos prisioneiros e a lei da S.A.*, voltamos ao incômodo tema das ofertas para fechamento de capital. A iniciativa do controlador para deslistar a companhia coloca os acionistas minoritários diante de um problema clássico de ação coletiva, tal qual o do dilema dos prisioneiros onde *“a melhor decisão para cada investidor é vender, mas a melhor decisão para o grupo é não vender até que os controladores paguem um preço justo”*. A legislação brasileira, desenhada para um mercado de capitais crescente, não se preparou para este de conflito de interesses invencível que deságua naquela situação surrealista descrita anteriormente do *“road show de fechamento de capital”*. Daí a importância de uma atuação regulatória efetiva para diminuir esta assimetria de vantagens.

Na altura, começava a tramitar pelo Congresso o projeto do deputado Emerson Kapaz contendo aperfeiçoamentos para a lei das S.A. Aproveitamos a Carta para pautar nossos comentários sobre os principais pontos da reforma. Não é o caso de voltarmos aqui à lembrança detalhada de todos os aspectos da proposta e das nossas respectivas contribuições. Destacamos apenas duas, como ilustração da nossa participação atenta, traduzida em sugestões efetivas e muitas vezes sutis para este rico debate, que pautou um período de desenvolvimento institucional importante do mercado de capitais do país.

Havia muita discussão acerca das ações preferenciais. Reconhecíamos o papel histórico desta classe de ações em viabilizar o crescimento das companhias familiares sem alternativas de financiamento de longo prazo, ao mesmo tempo em que preservavam a presença do acionista de referência com visão estratégica de longo prazo. Nossa preocupação era a de atualizar o veículo *“ações preferenciais”* transformando-as em instrumento de maior alinhamento de interesses na sociedade. Assim, sugeríamos que as ações preferenciais emitidas a partir da mudança da Lei deveriam ter direito *“a um dividendo mínimo prioritário, não cumulativo, de 6% ao ano sobre o valor patrimonial”*. O desdobramento natural de colocar as preferenciais na frente da fila do dividendo seria uma maior disciplina nos investimentos. Endereçávamos assim o problema do *empire building*, tão frequente nas companhias com grande alavancagem societária, onde o controlador possui participação econômica diluída.

Outro exemplo de contribuição diz respeito ao tema do direito de retirada e fechamento de capital, onde a emenda-Kapaz recomendava como preço mínimo o valor patrimonial ou econômico, se previsto em estatuto. Como sabíamos que nas boas companhias o valor econômico tende a ser invariavelmente maior do que o patrimonial, sugeríamos como aprimoramento de redação para o preço

justo, dos dois valores o maior. Terminávamos a Carta trazendo o bom exemplo da Ultrapar que há pouco abriu o capital e já falava em anunciar publicamente alguma modalidade de *tag along* para as ações preferenciais em seu estatuto. Víamos a Ultrapar reunir os três fatores que mais procuramos em nossos investimentos: (i) *um bom negócio*; (ii) *administrado por pessoas íntegras e competentes*; e (iii) *um desenho societário que alinha totalmente os interesses de acionistas controladores, minoritários e executivos*. De fato, esta combinação de atributivos viria provar-se extremamente virtuosa, tendo a Ultrapar apresentado à frente uma longa trajetória de crescimento de lucros e de apreciação em suas ações.

Como de costume nas Cartas referentes ao último trimestre do exercício, apresentamos um breve balanço do ano de 1999, onde o Cougar exibiu um ganho de 203% em Reais, 105% em dólar. Passado pouco mais de um ano, nada mais dissonante daquelas perspectivas sombrias que unanimemente dominaram as previsões dos analistas e economistas após a grave crise da Rússia. Novamente, reforçávamos a vantagem de guiarmos nossas decisões de investimento no espectro mais consistente dos fundamentos das companhias, sem nos deixarmos levar pelos prognósticos da “cartomancia” macroeconômica. Terminamos nossos comentários com uma nota a respeito do fenômeno da “internet” que provocava enorme frisson no mercado americano trazendo repercussões nos preços de alguns ativos por aqui. “*Vimos estudando o tema com profundidade há alguns meses e, embora tenhamos dificuldade em entender a racionalidade da valorização da maioria das empresas no setor, não temos a menor dúvida de que o impacto de que a internet causará nos próximos anos será gigantesco*”. De fato, desde então acreditamos que adquirimos um entendimento mais profundo das questões tecnológicas, do alcance da conectividade, da dinâmica particular dos efeitos de rede e dos negócios organizados como plataformas ou ecossistemas. Por outro lado, reconhecemos que mantemos discussões permanentes e dúvidas ainda não totalmente resolvidas a respeito do racional dos *valuations* destes nomes.

Na Carta Dynamo 26, *Prêmio de controle no Brasil, por que, como e para quem?*, voltamos a examinar “a anatomia do misterioso recorde (negativo) de prêmios de controle” em nosso mercado. Desta vez, fomos buscar em Harvard e em Chicago aliados de peso. Estudos empíricos de alta qualidade recém publicados contendo evidências em inúmeros países sugeriam que o ambiente regulatório-legal formata o valor dos ganhos privados de controle, determinando em última instância o equilíbrio (ou não) das estruturas de propriedade. Ou seja, os exagerados prêmios de controle no Brasil se explicam a partir da realidade de um grupo reduzido de acionistas conseguir canalizar para

seu exclusivo benefício um valor que é gerado no âmbito de toda a sociedade. A permissividade era extensa e chegamos a enumerar na Carta “*um vasto conjunto de modalidades tropicais (legais e ilegais) de expropriação de acionistas minoritários*”.

Apontamos duas consequências práticas desta assimetria perversa. A primeira, o fato de que a situação de troca de controle invariavelmente “*coloca acionistas majoritários e minoritários competindo em um jogo de soma zero*”, já que a partir de determinado orçamento para a aquisição, quanto mais baixo estiver o preço das ações dos minoritários, melhor para o controlador. E aí enfrentávamos aquela “*esdrúxula situação em que os executivos e/ou controladores tentam nos convencer de que o estado da companhia é muito pior do que imaginávamos enquanto nós tentamos convencê-los do contrário*”. A segunda se traduzia “*na preferência dos minoritários pela distribuição de dividendos vis a vis a compulsão de investir do controlador*”. Melhor uma apropriação imediata e igualitária dos resultados da companhia do que uma decisão incerta que pode estar contaminada por um objetivo oblíquo de alargar a base de ativos visando engordar o prêmio de controle mais à frente.

Isto explica um aparente paradoxo da nossa agenda de governança naqueles anos. Como investidores de longo prazo, buscávamos companhias que apresentassem oportunidades para compor retornos interessantes ao longo do tempo reinvestindo o caixa gerado em suas atividades. Este sempre foi um princípio ideal e um casamento perfeito nas boas companhias com interesses alinhados, onde a decisão de investir visa retorno para todos os acionistas e não adensamento de ativos ou instâncias de poder para uma minoria. Por outro lado, também era frequente encontrarmos companhias com estrutura de capital desajustada, acumulando caixa em excesso. Nestes casos, a distribuição de dividendos trazia benefícios óbvios de maior eficiência tributária e naturalmente era uma demanda incorporada à nossa pauta de interações. A experiência mostrou que uma resistência mais aguerrida dos acionistas controladores diante deste pleito racional e legítimo no final do dia escondia alguma agenda vicinal. Desta forma, a demanda por dividendos servia também como instrumento revelador do nível de alinhamento de interesses na sociedade.

Aproveitando o tema da convergência de interesses, concluímos a Carta descrevendo a reestruturação societária da Ultrapar, quando foi anunciada a decisão “*paradigmática e pioneira*” da Companhia de assegurar um tratamento equitativo para todos seus acionistas em caso de troca de controle (*tag along*).

As discussões em torno da reforma da Lei das S.A. seguiam a todo vapor. Naturalmente, interesses colidiam e representantes de um grupo de companhias abertas temiam as mudanças, alegando que poderiam provocar uma onda de fechamentos de capital e conseqüentemente um encolhimento ainda maior em nosso mercado já franzino. Dedicamos a Carta Dynamo 27, *O falso dilema*, para argumentar o contrário. Com o respaldo da experiência comparada de diversos países, recolhida em estudos empíricos de ótima qualidade, a realidade caminhava na direção oposta: o desenvolvimento robusto do mercado de capitais se apoia invariavelmente num marco regulatório que assegura maior proteção ao acionista minoritário. Lembramos que a onda de fechamento de capitais no Brasil naquela altura nada tinha a ver com o receio de um marco legal mais igualitário que se avizinhava, mas que era uma depuração natural de uma geração de companhias que se tornaram públicas estimuladas artificialmente por incentivos fiscais e não por desejo genuíno.

Aproveitamos para pautar algumas contribuições em pontos capitais da discussão da reforma da Lei das S.A. Primeiro, a importância de estabelecer o valor econômico na oferta pública de fechamento de capital, a fim de reequilibrar a “irremediável” assimetria que se instala nesta situação onde o controlador se transforma em monopolista das iniciativas e das informações. Segundo, em relação à questão do prêmio de controle. Era comum ouvirmos argumentos de que o prêmio de controle se justificava tendo em vista a dedicação integral dos acionistas controladores às atividades da companhia, assim como pelo fato de se tornarem comumente avalistas dos negócios. Em nossa visão, nenhuma das duas alegações fazia sentido. O tempo gasto no dia a dia da companhia deveria ser remunerado via contrato profissional, devidamente separando o status de propriedade da função de trabalho. Quanto aos avais, estes são custos da companhia como outro qualquer, cabendo às contrapartes serem remunerados a taxas de mercado, como se bancos fossem. Por fim, lembrávamos que apesar de algumas ausências sentidas em relação ao tratamento dado às ações preferenciais, o projeto de Lei incorporava progressos sensíveis, entre os quais a volta ao *tag along* para as ordinárias e a definição do valor econômico como único critério de preço nas ofertas de fechamento de capital. E assim concluíamos: “O grande avanço do mercado de capitais virá quando os controladores perceberem, livre ou compulsoriamente, que os benefícios privados do controle são menores do que os ganhos gerados pela redução do custo de capital de suas empresas. A partir deste momento, as companhias brasileiras caminharão na direção de estruturas democráticas de capital, ao invés de estruturas oligárquicas que ainda prevalecem no Brasil”. Estávamos em

agosto de 2000. Desdobramentos auspiciosos espreitavam e logo à frente viriam validar teimosas aspirações.

Na Carta Dynamo 28, *Fechamento de capital: mercado, monopólio e regulação*, descrevemos os avanços regulatórios das Instruções 229 e 299, consolidados na Instrução 345, através da qual a CVM procurou trazer um maior equilíbrio às circunstâncias de fechamento de capital. Tão relevante deliberação sobre o futuro da companhia deveria passar pelo crivo da maioria de todos os acionistas reunidos em Assembleia Geral. Adicionalmente, mesmo aqueles que não tivessem votado a favor da oferta teriam um prazo de seis meses para decidir sobre a venda de suas ações. Por fim, no rol dos principais aprimoramentos normativos, a exigência de declaração por parte do proponente sobre sua intenção de promover ou não o posterior cancelamento do registro de companhia aberta. Com isso, vedavam-se as principais fendas oportunísticas que permitiam o exercício do poder de monopólio nas ofertas de fechamento de capital.

Em paralelo, embora o texto final da reforma da Lei das S.A. ainda não estivesse fechado, a ampla discussão em torno da necessidade de se promover aperfeiçoamentos no regime de proteção às minorias já trazia repercussões importantes. Destacávamos: i) criação do Novo Mercado da Bovespa estabelecendo status diferenciado para as companhias de melhor padrão de governança; ii) incentivos nas regras de investimentos dos fundos de pensão para alocarem recursos em companhias de boa governança; iii) da mesma forma, adoção pelo BNDES de critério de governança como parâmetro de concessão de financiamento e de participação em projetos de investimento.

“A ausência de uma justiça especializada em direito societário é um forte obstáculo à melhoria do nosso ambiente institucional. Resulta daí, como consequência negativa, a virtual inexistência de jurisprudência sobre questões societárias, pois poucas ações são propostas e um número menor ainda segue até a instância final de julgamento”. Diante desta constatação, chamou-nos atenção a circunstância de venda do banco Real para o ABN Amro que, ao ser levada à justiça Cível, rendeu sentença favorável de direito de *tag along* ao minoritário impetrante. Dedicamos a Carta Dynamo 29, *Tag along, um caso real*, à descrição deste episódio simbólico.

De forma muito resumida, a venda do banco foi precedida por uma engenharia societária através da qual o controlador cindiu suas holdings operacionais visando capturar para si um maior prêmio de controle. O teor da reclamação era o de que os minoritários destas companhias intermediárias foram prejudicados. A juíza acolheu o pleito, reconhecendo abuso de poder e determinou que o prêmio

de controle pertencia a todos os acionistas das holdings. Aproveitamos a oportunidade para lembrar o caso análogo da Cia Hering com a cisão e posterior venda da Ceval Participações. O tema da venda de controladas abertas tornava-se relevante e motivo de atenção já que tínhamos em nossa carteira diversos investimentos potencialmente sujeitos a este tipo de repercussão, tais como: Itaúsa/Banco Itaú, Ipiranga Distribuidora (DPPI)/Ipiranga Petróleo (CBPI) e Alpargatas/Santista Textil.

No comentário sobre o desempenho, concluíamos o exercício de 2000 com uma performance relativa interessante: o Cougar apresentou uma apreciação de 12,6% enquanto o Ibovespa caiu 10,5%. Ambev, Caemi e Eternit se destacaram como principais contribuições. Para o ano seguinte, revelávamos nosso entusiasmo em função das boas perspectivas para as companhias da carteira. Com o cenário macro estável, eventualmente poderíamos experimentar uma tendência de “*queda secular*” na taxa de juros e com ela a tão esperada migração histórica do estoque de ativos da renda fixa para o mercado de ações. Infelizmente, ainda não seria desta vez. Logo à frente, enfrentaríamos uma deterioração do cenário externo, em especial com o agravamento da situação econômica na Argentina, além de dúvidas crescentes sobre o quadro eleitoral e uma crise sem precedentes no abastecimento de energia elétrica que levou ao racionamento. Com isso, a taxa Selic que havia iniciado o ano de 2000 em 19% interromperia a trajetória de queda em fevereiro de 2001, quando atingiu 15,25%, para retornar aos mesmos 19% ainda ao final deste exercício.

O ano de 2001 trouxe duas importantes notícias para o mercado de capitais: a inauguração do Novo Mercado da Bovespa – “*eldorado dos investidores que buscam regras claras e justas para a convivência societária*” – e a aprovação no CMN da Resolução 2829 estabelecendo regras de investimentos para os fundos de pensão. É verdade, ainda esperávamos por um caso de sucesso de uma companhia de alta qualidade de governança em nosso mercado para validar a tese de que uma maior equidade societária traria benefícios para todos os participantes. Mesmo assim, já nos perguntávamos diante destes avanços parciais para onde deveríamos seguir. E sugeríamos a direção na Carta Dynamo 30, *Pulverizar não é virar pó, muito pelo contrário. A realidade do capital disperso, permitindo a possibilidade de arbitragem de controle no mercado, mostrava-se sedutora. “Quando o controle é pulverizado o valor das ações tende a ser aquele que reflete exatamente, e a cada momento, a média das expectativas dos investidores em relação ao futuro do negócio”.* Negligência societária e ineficiência operacional ficariam expostas, refletidas em preços de ações deprimidos, o que poderia atrair interessados em propor

mudanças. E assim, acionistas deixariam de tornar-se reféns de uma única promessa de gestão².

E como fazer a transição de um regime predominantemente de capital concentrado para um de propriedade dispersa? Destacamos três sugestões na literatura da experiência comparada: i) reforçar o aparato de regulação e de fiscalização a fim de reduzir as possibilidades dos benefícios particulares do controle; ii) permitir que o mercado de capitais se torne a fonte primária de recursos competitivos para financiar crescimento de longo prazo – e assim, quanto mais bem precificada a ação, menor o custo de capital da companhia; iii) analisar o papel do imposto de herança como incentivo adicional à fragmentação do controle e profissionalização das companhias familiares. Como ilustração, lembramos da experiência da Eternit. A decisão da administração de estabelecer uma regra automática de distribuição do excesso de caixa atraiu um grande número de investidores individuais. Um verdadeiro processo de pulverização do capital que acabou trazendo liquidez e substancial apreciação para as ações da companhia³.

2 *Sitiados pelas artimanhas do controle definido mal exercido, olhando em perspectiva, nutríamos na altura uma visão quase romântica das virtudes da dispersão acionária. Mais à frente, quando encontramos a realidade das corporations por aqui, iríamos perceber que também este modelo de ordenamento do capital requer vigilância e zelo dos acionistas*

3 *A Eternit dispunha de um negócio bastante rentável e estável, atraindo investidores em busca de dividendos regulares. Posteriormente, a questão do amianto viria recrudescer, levando ao banimento e, em decorrência, à recuperação judicial da companhia. Na ocasião destes desdobramentos, já havíamos vendido toda nossa participação.*

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até março de 2019

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	120,9%	90,2%	89,3%
36 meses	65,4%	91,9%	90,6%
24 meses	40,5%	47,9%	46,8%
12 meses	18,8%	12,7%	11,8%
No ano (2019)	12,3%	8,6%	8,6%

Valor da cota em 29/03/2019 = R\$ 936,988885800

Nosso mercado de capitais ainda buscava afirmar identidade e desempenhar seu papel vocacional de atuar como mecanismo de financiamento competitivo de longo prazo para os participantes e consequentemente como instrumento de propulsão do desenvolvimento econômico do país. Neste contexto, era natural que olhássemos com apreço e até admiração as experiências bem sucedidas em outros lugares. O modelo anglo-saxão surgia como referência a ser perseguida. Daí a frequência dos paralelos. Na Carta 31, *O desprezado prêmio da iliquidez ou o charme nada discreto do CDI*, voltamos novamente às analogias, desta vez tratando dos diferentes caminhos estratégicos assumidos pelos investidores institucionais nas duas geografias.

Lá, os investidores institucionais norte-americanos, a partir da experiência de alguns *endowments* de universidades, trilharam o caminho bem sucedido da diversificação, incorporando em seus portfólios classes de ativos menos líquidas, onde o prêmio de retornos seria maior. O que está por trás deste movimento é que nas classes mais tradicionais, onde em tese há menos risco e maior liquidez, os retornos já são mais arbitrados. Como investidores de longo prazo, dotados de uma capacidade analítica superior (própria ou de terceiros contratados), fazia total sentido para estas instituições buscar excesso de retorno em mercados/ativos menos líquidos.

No Brasil, a realidade dos investidores institucionais, notadamente os fundos de pensão era bastante diferente. Acumulavam um histórico de dificuldades como investidor preferencialista minoritário e quando resolveram ir para o bloco de controle também enfrentaram sérios acidentes de governança. Enquanto isso, nossa taxa de juros livre de risco continuava teimosamente generosa. A combinação da experiência negativa em ações, com “o inegável charme do CDI” se traduzia numa alocação resilientemente concentrada na renda fixa. Difícil interromper este padrão. Daí terminarmos a Carta ressaltando novamente a iniciativa da Resolução CMN 2829 incentivando as fundações a “eventualmente trocar liquidez por boa governança corporativa e qualidade do investimento a longo prazo”.

Após mais de dois anos de idas e vindas, a nova Lei das SA foi finalmente aprovada em 31 de outubro de 2001. A Dynamo participou intensamente deste debate. Sabíamos que estávamos vivenciando um momento único, quando se conceberia um norte institucional fundamental, a partir do qual se pautaria o padrão de interações dos participantes do mercado dali em diante. Foi uma época de muita diligência e esforço. Trazíamos a bagagem da experiência de oito anos de militância ativa como investidores, além de uma disposição incansável de preencher nossa lacuna de formação jurídica específica para tentarmos estabelecer

diálogo com os advogados societários. A Carta 32, *A nova Lei das SA: avanços, ausências e problemas*, traz um resumo das nossas principais impressões e contribuições. O texto é denso e extenso, dividido em quatro blocos principais: “grandes avanços”, “coadjuvantes”, “ausências” e “possíveis problemas”. Daí que já tenhamos avançado para o começo nossos comentários conclusivos: “Estamos convictos de que o saldo final desta Lei, considerada por muitos como a “Lei possível”, é muito positiva para o mercado de capitais brasileiro. Entretanto, não podemos deixar de registrar nossa frustração com o confuso processo de negociação política para a aprovação da Lei, que engessou a versão aprovada na Câmara e produziu um texto final de qualidade jurídica abaixo do que se deveria esperar. Por esta razão é impossível exagerar a importância e premência da regulação da nova Lei pela CVM, como pretendemos deixar claro ao longo desta Carta”.

Como “grandes avanços” destacamos: i) a volta do *tag along* para as ações ordinárias, ainda que com desconto de 20%; ii) a introdução do conceito de “valor justo” nas operações de fechamento de capital; iii) o fortalecimento da CVM, inclusive com orçamento autofinanciado; iv) a possibilidade de solução de conflitos societários por arbitragem. No capítulo das “ausências”, constatamos: i) a oportunidade perdida de melhorar a qualidade da ação preferencial, quando a Lei incluiu como opção de enquadramento o dividendo 10% superior, esvaziando as duas alternativas anteriores, bem mais substanciais, que são o *tag along* nas mesmas condições das ordinárias ou um dividendo prioritário de 6% sobre o valor patrimonial; ii) também a chance perdida de melhorar a maneira pela qual os acionistas devem lidar com eventuais conflitos de interesse (artigo 115). Nossa sugestão foi a de conceder aos acionistas preferencialistas o direito de voto envolvendo questões de conflito, o que posteriormente viria a ser referendado por decisões do colegiado da CVM; iii) eleição do terceiro membro do conselho fiscal pela maioria de todos os acionistas; iv) obrigação de vincular o exercício do direito de retirada a valor econômico.

Já se disse que a experiência é o nome dado aos nossos próprios erros. A reflexão autocrítica faz parte do DNA da Dynamo. Trata-se de um elemento da nossa cultura, inúmeras vezes flagrado nestas primeiras Cartas. Longevidade *cum* autocrítica engendra uma alquimia auspiciosa na atividade de investimento, intensa em decisões críticas. Refletir sobre os equívocos, voltar à prancheta, incorporar lições, aprimorar processos, refinar analogias e partir para o próximo caso com um nível superior de conhecimento e preparo, descreve o roteiro Sísifo do investidor. Quanto mais

Cartas Dynamo 33 a 100 - Índice Temático

TEMA	CARTA	TÍTULO	ASSUNTO
Companhias	43	AmBev	Ambev
	47	A Ferro e Fogo II	Vale/Caemi
	48	A Ferro e Fogo III	Aços Longos/Gerdau
	54	GarImPO	Investimentos no ciclo de IPOs
	57	In Natura	Natura
	60	Abapuru	Itaú
	64	Amálgama	Odontoprev
	65	'Own Way' of Be(er)ing	Ambev, InBev
	66	Buddy	Ambev, ABI
	67	Budding	Ambev, ABI
	69	Parcelado	Mercado de crédito
	70	7x (com juros)	Mercado de Crédito/Itaú
	77	O Crédito do Cartão I	Cielo e Redecard
	78	O Crédito do Cartão II	Cielo e Redecard
	83	Renner: A Geometria do Varejo	Lojas Renner
	84	Renner: O Percurso do Palíndromo	Lojas Renner
	91	BVMF I	BVMF (B3)
92	BVMF II	BVMF (B3)	
97	Mutate in Melius	Mercado Livre	
98	Melius Cras	Mercado Livre	
Ambiente Corporativo	37	Ser e Transparecer	Transparência
	40	Sistemas de Remuneração	Sistemas de Remuneração
	41	Planos de Opções - I	Planos de Opções de Compra de Ações
	42	Planos de Opções - II	Planos de Opções de Compra de Ações
	90	Sobre Vivência Corporativa	Resiliência
	96	Plataformas	Companhias-Plataformas
Modelos Mentais/ Psicologia	38	Os Modelos Mentais de Charlie Munger	Charlie Munger
	44	Behavior Finance I - Conceitos	Finanças do Comportamento
	45	Behavior Finance II - Heurísticas e Vieses	Finanças do Comportamento
	55	A Ordem da Complexidade	Sistemas Adaptativos Complexos
	56	A Complexidade em Ação	Sistemas Adaptativos Complexos
	58	Halo	Armadilhas Cognitivas
	62	A Outra Crise	Modelos Mentais em Finanças
	63	Net Work(th)s	Teoria de Rede
	81	A Experiência da Intuição	Experiência e intuição
	82	Sistema 3	Papel da emoção / decisões colegiadas
89	Rumo ao North	Douglas North	
93	Ora (Direis) Ouvir Estrelas!	Ondas Gravitacionais e Karl Popper	
Ambiente/ Atividade de Investimento	61	Atributos	Combate à informalidade
	73	Fisiologia da Impaciência	Origens do curtoprazismo
	74	Filosofia da Paciência	Efeitos do curtoprazismo
	75	Os Afortunados	Papel da sorte
	76	Os Competentes	Roteiro da competência
	79	Keynes como Investidor	Keynes, investidor
	85	Doing Business: um Panorama Mundial	Ambiente de negócios
	86	Nós	Excesso de Regulação
	87	LAitude	Lições das expedições polares
	88	Latitude II	Lições das expedições polares
Mercado de Capitais/ Governança	33	Sobre Tungas e Traquinagens	Contratos de mútuos
	34	Do Arbítrio à Arbitragem	Arbitragem
	35	Sobre Conselhos e Conselheiros	Conselhos
	36	Depois do Tag, Along Deveriam Caminhar os Investidores	Tag along
	49	Respeitável Público! (Parte I)	IPOs
	50	Respeitável Público! (Parte II)	IPOs
	51	A Oferta e o Olfato	Mercado de controle corporativo
	52	Dispersão e Concentração - Tema Revisitado	Regime de propriedade do capital
	53	Veneno	Poison pills
	59	Metamorfose	Bancos de investimento
	68	Estreito	Desenho societário
	71	Takeover - American Way	Regulação de takeover nos Estados Unidos
	72	Takeover - My Cup of Tea	Regulação de takeover na Inglaterra
Temáticas	45	A Ferro e Fogo I	China
	94	Dígito	Tecnologia Digital
	95	Rede	Tecnologia Digital
Comemorativas	39	Dez Anos	Dez Anos
	80	Carta ao Meu Sócio	Vinte Anos
	99	Princípios	Vinte e Cinco Anos
	100	Continuação	Vinte e Cinco Anos

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%

2019	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	17,2%	17,2%	17,6%	17,6%
FEV	-1,7%	15,2%	-4,1%	12,7%
MAR	-3,1%	11,7%	-4,2%	8,0%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 3.201.478.218

(*) 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.
 (**) Ibovespa Fechamento.

tempo em campo e quanto menor o *turn over* da equipe, mais consistência se esperaria do método.

Acreditamos que nossos cotistas e amigos também se interessariam pelo exercício lúdico de aproveitarmos a marca simbólica das cem Cartas para fustigarmos a memória dos começos, reunindo um *pout purri* dos melhores momentos dos oito primeiros anos. Como proveito, a constatação que de certa forma lá já estava disposto o novelo de propósitos e princípios que conferiu unidade ao nosso desenrolar cronológico. Ao mesmo tempo, o ambiente em movimento exigiu esforço permanente de adaptação ao longo desta extensa trajetória. Por respeito ao tempo dos nossos leitores, abreviamos na forma de um índice temático o conteúdo das Cartas remanescentes até hoje. Trata-se de um flagrante ilustrativo da nossa diligência para formar competência específica, aperfeiçoar processos e métodos, domesticar modelos mentais, decifrar ambientes inóspitos e compreender transformações silenciosas.

Por vezes, chegamos cedo demais. Por vezes, atrasados. Em algumas situações, fomos míopes em não percebermos tendências distantes, em outras fomos hipermetropes ao subestimarmos turbidez próxima. Confiantes na experiência, fomos precipitados no salto indutivo. Cautelosos em excesso, fomos lentos na conclusão lógica. Demasiadamente analíticos, fragmentamos o conhecimento em pedaços de informação. Excessivamente sintéticos, desprezamos a eloquência dos detalhes. Entre tropeços e progressos, percalços e conquistas, aqui chegamos graças à confiança incondicional dos nossos cotistas. Com a mesma energia dos começos e um bom suprimento de experiência acumulada na bagagem, iniciamos juntos a *continuação* desta jornada dos próximos vinte e cinco anos.

Rio de Janeiro, 02 de abril de 2019.

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

www.dynamo.com.br

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

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

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