

CARTA DYNAMO 26

Uma publicação da DYNAMO Administração de Recursos Ltda. – 1º Trimestre de 2000

NOSSO DESEMPENHO

Após um início de ano mais forte, as cotas do Dynamo Cougar terminaram o primeiro trimestre do ano com uma valorização de 3,7%.

Este desempenho foi alcançado apesar de uma performance ruim da maioria de nossas ações. Das 12 principais posições do Fundo na virada do ano – que representavam, na época, 71% do patrimônio – apenas 3 tiveram desempenho positivo (Saraiva, Caemi e Etemit). O desempenho foi também ajudado pelo resultado positivo obtido na subscrição e venda de debêntures conversíveis da Globocabo.

O mercado como um todo teve um desempenho semelhante no sentido de que o resultado positivo alcançado se deveu a valorização de um número pequeno de ações. De fato, o crescente interesse dos investidores sobre a Internet *wireless* fez com que as ações de companhias operadoras de celular tivessem fortes altas. Além disso, a oferta para troca de ações da Telesp por ações da Telefônica resultou numa forte valorização da empresa brasileira.

Os resultados anuais de nossas principais posições vieram em linha com o que esperávamos. A única surpresa negativa foi o resultado de Fosfertil, cerca de 20% abaixo de nossa expectativa. No entanto, esta diferença é explicada praticamente em sua totalidade pela criação, no último trimestre do ano, de provisões contra possíveis contingências.

Esta prática, aliás, tem sido utilizada com muita frequência por empresas brasileiras. Sob o indiscutível argumento de que a administração precisa ser conservadora, as empresas aproveitam períodos de resultados muito positivos para criar provisões cuja principal justificativa é, na verdade, administrar os resultados futuros (a bem da verdade, uma vez ou outra, a intenção é fazer planejamento fis-

cal). As empresas americanas também recorrem a esta prática com muita frequência. A este respeito, Warren Buffett disse certa vez, que mesmo administradores de excelente caráter e bem intencionados, daqueles que você gostaria de ver casados com sua filha, têm manipulado os resultados de suas companhias de forma eticamente questionável.

Quando a constituição destas provisões é bem justificada nas Notas Explicativas que acompanham o balanço, ainda é possível aos analistas mais cuidadosos expurgar estes efeitos para obter o resultado real da empresa. Mas o problema é que muitas companhias são excessivamente parcimoniosas em suas Notas, o que pode gerar, inclusive, dúvidas sobre as reais intenções dos administradores (vide o tema principal desta Carta).

Para piorar, a maioria destas provisões é feita no quarto trimestre, período para o qual não existem explicações específicas pois as demonstrações publicadas focam apenas no resultado anual. Em outras palavras, nenhuma companhia publica seus resultados específicos do quarto trimestre; eles são obtidos indiretamente através da diferença entre o resultado anual e do acumulado de nove meses. Tudo isto acontece com a chancela dos auditores para quem cautela em excesso nunca é um problema e que, com raras e honrosas exceções, não entendem perfeitamente seu dever fiduciário para com todos os acionistas da companhia.

O único consolo é o fato de que é melhor lidar com o problema de procurar lucros escondidos do que prejuízos disfarçados. Com a melhora da economia que esperamos para os próximos dois anos, e conseqüente crescimento dos lucros, este problema pode se tornar ainda mais freqüente.

PRÊMIO DE CONTROLE NO BRASIL: POR QUE, COMO E PARA QUEM?

A ciência política costuma classificar historicamente os sistemas de governo a partir de como é distribuído o poder: onde ele é de um só, tem-se a monarquia; quando é de poucos, trata-se de uma aristocracia; e se pertence a muitos estamos em uma democracia. Empresas em geral, e quando abertas em particular, constituem, antes de tudo, sociedades. Não por outra razão pode-se fazer uma analogia quase exata com esta classificação: onde o controle pertence a um só, tem-se a empresa de dono; onde é de poucos, aparece a figura do bloco de controle; e se pertence a muitos, tem-se uma corporação.

A corporação, assim como a democracia, é a organização típica de países desenvolvidos. Nesses mercados, a atividade de governança dos acionistas é dirigida aos executivos principais, pois o conflito potencial é dado pelo desenho da remuneração (tangível e intangível) desses executivos *vis a vis* os ganhos de fato transferidos para os acionistas.

No Brasil, quando falamos em governança somos obrigados a nos restringir ao caso monárquico da empresa de um dono só ou, mais contemporaneamente (sic), da aristocracia do bloco de controle. Aqui, o problema fundamental da governança corporativa ainda é o desalinhamento de interesses entre controlador, ou controladores, e a grande maioria dos investidores, denominados minoritários. Nesse capítulo da história do nosso mercado de capitais, atestando as insuficiências e imprecisões do ambiente regulatório e sem deixar de reconhecer a criatividade de nossos controladores de empresas, é possível listar um número razoável de confusões. Mas vamos tratar em detalhe nesta Carta¹ de apenas uma delas: a diferença exagerada de valor entre as ações que garantem controle e as demais, ou seja, do prêmio de controle que vem sendo pago em transações que envolvem empresas brasileiras.

Antes de mais nada, uma definição: prêmio de controle é o valor adicional ao preço de mercado pago por um terceiro para garantir para si no mínimo 50% do capital votante de uma companhia. Faz sentido existir este prêmio? Sim, quando o comprador acredita que ao assumir a gestão da empresa será capaz de produzir uma melhoria nos resultados que mais do que compensa o prêmio pago. Não é a existência em si do prêmio de

**TABELA I - DESEMPENHO EM US\$
ATÉ MARÇO DE 2000**

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	188,24%	35,61%	203,62%
36 meses	43,72%	35,91%	18,82%
12 meses	103,37%	115,74%	61,37%
3 meses	6,15%	11,53%	7,08%

Valor da cota em 31/03/00 = 21,280657652

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.

controle – afinal um atributo da companhia – que gera conflitos, mas sim a forma como ele é apropriado pelos diferentes acionistas. A distribuição deste prêmio entre os acionistas dependerá do ambiente institucional em que se dá a negociação mas, ao menos em tese, há ganhos para todos: para o controlador que sai, para o que entra e para os minoritários pois se a companhia melhora isto de alguma forma deveria se transferir para todas as ações. Exatamente por isso, não é razoável esperar que o prêmio possa atingir valores muito elevados pois (i) o vendedor exigirá um preço tão mais alto para suas ações quanto maior for sua estimativa dos ganhos potenciais do novo proprietário e (ii) se de fato há a expectativa de que com a nova gestão a empresa passará a apresentar melhores resultados que beneficiarão toda a sociedade, então o preço das ações dos minoritários também deverá subir, diminuindo o valor efetivo do prêmio pago.

Não há regra legal ou consuetudinária sobre qual a faixa aceitável para o pagamento deste prêmio, mas algo próximo dos 20% é o que parece ocorrer em mercados desenvolvidos com frequência suficiente para que possa ser considerada razoável. Como então explicar prêmios de até três dígitos que vêm sendo pagos no mercado brasileiro como mostra a tabela a seguir?

Quando é que ações de uma mesma companhia, apenas pelo fato de darem ao seu titular o direito de eleger os administradores e decidir os assuntos levados às Assembleias podem valer tão mais do que as outras? Aqui, infelizmente, somos obrigados a tratar de hipóteses bem menos assépticas do que os fundamentos mencionados acima para justificar tecnicamente o pagamento de prêmio na aquisição do controle de uma companhia em mercados, digamos, modernos.

Há um vasto conjunto de modalidades tropicais (legais e ilegais) de expropriação de acionistas minoritários. Negócios com partes relacionadas ao controlador, retenção de recursos em caixa, diluição injustificada, distribuição de dividendos seguida de chamada de capital, concessão de mútuos para o controlador, pagamento desses mútuos para com ativos super-valorizados, cobrança de taxa de administração pelo controlador (sic), custeio de gastos pessoais, e por aí vai. A tudo isto pode-se acrescentar benefícios que são apropriados privadamente pelo controlador embora sejam gerados pela empresa como, por exemplo, infra-estrutura operacional para negócios particulares e representação junto a mídia (através do poder do anunciante), políticos e autoridades (através do poder da contribuição para campanhas eleitorais). Não seria difícil para a Dynamo explicar com mais detalhes cada um desses procedimentos cuja identificação e contestação consome parte razoável de nosso esforço cotidiano de análise e governança. Esta digressão, no entanto, não é necessária para o entendimento da questão que estamos discutindo e, além do mais, alguns dos textos acadêmicos aos quais nos referimos logo a seguir, analisam essas modalidades de ganhos privados do controlador com abrangência e competência.

Todos esses artifícios para criar mais valor para as ações de controle e ainda outras variações (conhecidos na literatura acadêmica como “tunneling” ou seja, caminho por onde escoar valor da empresa para o controlador) são estudados empiricamente em um dos trabalhos mais completos e atuais sobre governança corporativa nos EUA e no mundo a que já tivemos acesso. Trata-se de um conjunto de *papers* do final de 1999 de autoria de três professores de Harvard e um de Chicago, respectivamente Rafael La Porta, Floren-

cio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. Em um deles, ‘*Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*’ os autores afirmam que “when investor rights are poorly protected and expropriation is feasible on a substantial scale, control acquires enormous value because it gives the insiders the opportunity to expropriate relatively efficiently. If the insiders actually do expropriate, the so called private benefits of control become a substantial share of the firm value.”² A possibilidade de um fluxo de caixa diferenciado e de maior valor para os controladores traz como consequência uma conformação específica para a estrutura de propriedade das companhias, na direção monárquica (portanto não democrática, atrasada), considerada a analogia com formas históricas de governo: “the legal environment shapes the value of the private benefits of control, and therefore determines the equilibrium ownership structure”.³ Estas citações parecem muito apropriadas para explicar, ao menos em parte, uma das principais causas do caráter ainda muito aristocrático do mercado brasileiro pois, mais uma vez citando os professores, “countries with poor investor protection typically exhibit more concentrated control of firms than do countries with good investor protection”.⁴

Em outro *paper*, (*Investor Protection and Corporate Valuation*) os mesmos autores estudam cerca de 380 companhias em 27 países. Com relação especificamente ao valor do prêmio de controle em diferentes mercados, afirmam que “Our studytends to find higher voting premium in countries with inferior shareholder protection”.⁵ A tabela de prêmios pagos em transações recentes no Brasil, que mostramos abaixo, ilustra ambos os lados desta equação: prêmios elevadíssimos em um ambiente de proteção legal e fiscalização insuficientes para a garantia dos direitos

ESTIMATIVA DE PRÊMIOS DE CONTROLE PAGOS NO MERCADO BRASILEIRO EM TRANSAÇÕES RECENTES (PREÇO EM REAIS)

Empresa	Sector	Data do anuncio	Preço pago(ON)	Preço em bolsa*	Prêmio de controle**
Refripar	Eleto-eletrônica	11/01/96	2,83	2,04	39%
CST	Siderurgia	25/04/96	40,85	17,68	131%
Metal Leve	Autopeças	11/06/96	38,43	9,40	308%
Lacta	Alimentos	28/06/96	15,28	2,14	614%
Casa Anglo	Varejo	15/08/96	374,36	43,73	756%
Fertisul	Fertilizantes	31/10/96	5,64	2,52	123%
Amo	Eleto-eletrônica	23/03/97	828,27	225,88	266%
Cofap	Autopeças	16/10/97	30,30	8,25	267%
Varga Freios	Autopeças	23/10/97	177,80	65,12	173%
Ceval	Alimentos	19/11/97	27,35	5,84	368%
Agroceres	Fertilizantes	25/11/97	25,40	15,50	64%
BCN	Banco	02/12/97	19,04	5,13	271%
Multicanal	Tv à Cabo	23/12/97	1,40	0,62	125%
Tibras	Química	03/06/98	110,00	18,00	511%
Pão de Açucar	Alimentos	10/08/99	85,50	38,50	122%
Iven	Energia	26/08/99	2.412,71	200,00	1.106%
Manah	Fertilizantes	12/04/00	215,80	35,92	501%

Fontes: Econômica, estimativas Dynamo.

* Preço da classe da ação da empresa de maior liquidez no dia do anúncio ** Prêmio sobre o preço da ação em bolsa

1 Com isto estamos desenvolvendo tema que foi abordado na Carta Dynamo 18 do primeiro trimestre de 1998.

2 “quando os direitos do investidor não estão bem protegidos e a expropriação é possível em uma escala considerável, o controle adquire enorme valor porque dá ao controlador a oportunidade de expropriar de forma bastante eficiente. Se o controlador de fato expropria, os assim denominados benefícios privados do controle se tornam uma parcela substancial do valor da empresa.”

3 “o ambiente legal conforma o valor dos benefícios privados do controle e, desta forma, determina a estrutura de propriedade no equilíbrio.”

4 “países onde a proteção do investidor é precária, apresentam tipicamente controle das empresas mais concentrado do que países onde esta proteção é boa.”

5 “Nosso estudo.....tende a encontrar prêmios de controle mais elevados em países com precária proteção ao investidor.”

dos acionistas fora do bloco do controle. Esta prática de retorno discriminatório para o investimento em ações, que no caso brasileiro tem nos prêmios elevados um de seus indicadores, é decisiva na atrofiação do mercado de capitais (e conseqüentemente na criação de *corporations* ou até mesmo de blocos mais diversificados de controle) pois "*expropriating outside investor – even legally – may require some secrecy, which mediates against shared control*".⁶ Um efeito curioso desta mesma causa é que as estruturas familiares, com o passar do tempo, vão tendo cada vez maiores dificuldades em manter o *secrecy* da gestão tomando-se, desta forma, quase que naturalmente mais propensas ou bem à democracia societária ou bem a venda do controle.

O fenômeno da expropriação dos minoritários pelo controlador (que os professores calculam em modelo matemático através de uma "*cost-of-theft function*"⁷) como fundamento de prêmios elevados já é sério o suficiente para chamar a atenção dos órgãos reguladores. Mas o problema não para aí.

Há ainda um outro aspecto muito importante do problema, que independe das traquinices do controlador mais "agressivo". Na onda de aquisições de empresas brasileiras por investidores estrangeiros é comum o interesse deste último por uma participação expressiva na companhia que pretende adquirir, uma vez que confia na sua capacidade de melhorar resultados e, não estando habituados aos métodos heterodoxos da expropriação (e como sempre aqui há exceções), imagina apropriá-los na (e somente na) razão direta de sua participação no capital total da companhia. Em geral o lote de ações desejado transcende o volume de ações de propriedade do controlador. Ora, para o comprador o que interessa é quanto ele está pagando por um certo percentual de ações (entre preferenciais e ordinárias) da empresa adquirida e que este percentual inclua o controle para que possa implementar as mudanças que julga necessárias.

Digamos que se trata de uma companhia com 1/3 de ordinárias e 2/3 de preferências e que o controlador detenha 70% das ordinárias. Então um comprador interessado em possuir 60% do capital total, deverá adquirir os 70% de ordinárias do controlador e mais cerca de 50% dos minoritários. Obviamente, quanto menor for o preço pago aos minoritários maior o "prêmio" que pode ser pago pelas ações de controle. Dado o preço máximo que o comprador está disposto a pagar pelos 60%, a possibilidade de haver um prêmio elevado pelo controle que, do ponto de vista do comprador é apenas um problema de alocação do valor que de fato está disposto a desembolsar, coloca majoritários e minoritários competindo em um jogo de soma zero. Do ponto de vista de desalinhamento de interesses no interior da sociedade, a situação não poderia ser mais aguda, mais perigosa. Quanto mais baixo estiver o preço das ações dos minoritários no mercado, melhor para o controlador: é um estímulo ao artesanato das falsas más notícias e às manipulações contábeis. Não por outra

razão, a Dynamo já se viu muitas vezes na esdrúxula situação em que executivos e/ou controladores tentam nos convencer que o estado da companhia é muito pior do que imaginávamos enquanto nós tentamos convencê-los do contrário. Esta cena se repete com frequência quando controladores desejam fechar o capital da empresa ao menor (e não ao mais justo) custo possível.

Outro conflito importante, patrocinado pela tentação do prêmio elevado, é a preferência dos minoritários pela distribuição de dividendos *vis a vis* a compulsão a investir do controlador. Para os primeiros, a distribuição de resultados acima do mínimo legal é uma apropriação imediata e igualitária de ativos da companhia, que não é contaminada pela valorização discriminada das ações de controle. Já para o segundo, novos investimentos, mesmo em projetos que não apresentem taxas muito altas de retorno, podem ser muito vantajosos pois alargam a base de ativos que no futuro produzirão o valor do prêmio de controle. Obviamente, projetos de alto retorno são também do interesse do minoritário. Ele no entanto, terá sempre que levar em consideração a possibilidade de não conseguir vir a ter liquidez nestes ganhos, que poderiam acabar sendo absorvidos pelo controlador em uma eventual alienação do controle.

Somando-se tudo que foi dito acima, fica razoavelmente exposta a anatomia do misterioso recorde (negativo) de prêmios de controle no mercado. Se, no entanto, tudo isso parece muito sombrio, há, ao mesmo tempo, razão para alívio: prêmios de três dígitos não refletem uma insanidade epidêmica, uma irracionalidade do mercado nos trópicos mas sim o cálculo econômico ajustado à permissividade local. Logo, mudanças institucionais poderão ser suficientes para corrigir esta anomalia. A Dynamo tem buscado sempre investir em companhias justas, íntegras, onde a ocorrência de problemas com controladores é marginal. Procuramos sempre estimulá-los a explicitar suas boas intenções nos estatutos das respectivas empresas (e não somente em acordos de acionistas), de maneira a permitir ao mercado atribuir o valor correto às ações, melhorando o custo de captação de recursos para as companhias. Por isso mesmo e neste contexto, chamamos a atenção do leitor para nossos comentários nesta Carta sobre desenvolvimentos societários recentes na ULTRAPAR. Em uma próxima edição, pretendemos comentar o caso de Saraiva, outra empresa de nossa carteira que também optou por instituir voluntariamente cláusula de *tag along* em seu estatuto.

As distorções que gravitam em torno da inflação do prêmio de controle no Brasil constituem mais um elemento no conjunto de problemas que justificam o empenho do governo em apoiar um novo projeto para a Lei das Sociedades Anônimas (que será relatado na comissão de economia, indústria e comércio da Câmara pelo Deputado Emerson Kapaz), ampliar os poderes e promover o reequipamento da CVM e no futuro, quem sabe, instituir cortes especializadas em direi-

to societário e corporativo. Para financiar o crescimento da produção no país é necessário encurtar a distância que nos separa da democracia moderna das grandes corporações e, conseqüentemente, de seus benefícios.

A REESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DA ULTRAPAR

No mesmo momento em que divulgava seus resultados referentes ao ano de 1999, em 23 de fevereiro de 2000, o Grupo Ultra publicou fato relevante anunciando importante decisão, sem precedentes no Brasil. Com o objetivo de alinhar os interesses de todos os seus acionistas, sejam eles controladores ou não, foi celebrado Acordo de Acionistas através do qual está assegurado o tratamento equitativo aos acionistas não controladores da ULTRAPAR, tanto detentores de ações ordinárias como de ações preferenciais, em caso de alienação do controle da Companhia ("*tag along*").

Isto significa que, caso a ULTRAPAR venha a ser vendida, direta ou indiretamente, o comprador fica obrigado a realizar uma oferta pública para compra das ações pertencentes aos acionistas não controladores, nas mesmas condições de preço e prazo de pagamento da oferta realizada para aquisição das ações dos acionistas controladores. Ou seja, sem qualquer desconto, deságio ou diferenciação em relação ao preço oferecido para as ações dos acionistas controladores. Dito ainda de outra forma, ficou estabelecido que eventual prêmio que venha a ser pago pelo controle da empresa, qualquer que seja ele, será igualmente distribuído entre todos os acionistas.

A primeira vista, alguns investidores podem ficar desconfortáveis com o fato do "*tag along*" não estar assegurado no Estatuto Social da companhia, mas sim, através de Acordo de Acionistas. No entanto, ao analisar o Acordo, cuja redação contou com a assessoria jurídica do escritório de advocacia do Dr. Bulhões Pedreira, um dos autores da Lei da S.A, os investidores poderão perceber que foram incorporados os instrumentos necessários para dar aos acionistas não controladores segurança muito próxima da que teriam através de dispositivos estatutários. A aritmética envolvida nos detalhes de construção da oferta pública para a compra das ações dos minoritários nos parece correta. A garantia de irrevogabilidade do "*tag along*" fica bem estabelecida pois o Acordo dá à este direito o *status* de uma estipulação em favor de terceiros com todas as obrigações que daí decorrem, conforme artigos 1098 e 1099 do Código Civil. Permanece no entanto a pergunta: por que no Acordo e não no Estatuto? A resposta está na história societária recente da companhia, que passamos a relatar em seguida.

Em 1984, Pery Igel, então dono da empresa, iniciou um plano de sucessão visando profissionalizar a gestão da companhia através da transferência do controle para os administradores. Este plano, que de fato permitiu uma transição bem ordenada do controle da companhia após a morte do Sr.

⁶ "expropriar o investidor minoritário – mesmo quando é legal – pode requerer algum sigilo, o que depõe contra o controle compartilhado."

⁷ "função custo-de-roubar"

Igel em setembro de 1998, foi elaborado da seguinte maneira: primeiramente foram criadas as holdings Igel Part., controlada por membros da família Igel, e que detém 49,5% da Ultra S/A (atual controladora da ULTRAPAR) e a Avaré Participações onde os principais executivos possuem 69% da empresa, que por sua vez detém 49,5% da Ultra S/A. As ações restantes da Avaré são detidas pela famílias de Hélio Beltrão (antigo sócio do Grupo Ultra) e Pery Igel. Por outro lado, além de sua participação na Avaré, o Sr. Paulo Cunha, principal executivo da empresa, detém 0,8% das ações ordinárias da ULTRA S/A, que lhe foram transferidas por Pery Igel, em conformidade com uma disposição de fideicomisso, conferindo ao Sr. Cunha a titularidade temporária destas ações até dezembro de 2004. Naquela data, em conjunto com o fim da titularidade das ações do Sr. Cunha, as holdings Igel e Avaré serão liquidadas, recebendo cada um de seus acionistas, diretamente, ações da Ultra S/A. Ou seja, a partir de 2004, não existirão as holdings e todos serão acionistas da Ultra S.A, conforme mostramos no gráfico abaixo.

Caso o "tag along" fosse assegurado estatutariamente, seria preciso garantir que a

troca indireta de controle que ocorre em 2004 não dispararia a oferta pública. Como não é permitida a discriminação de acionistas no Estatuto Social, os advogados optaram pela via do Acordo de Acionistas onde são signatárias não só as holdings como todas as pessoas físicas envolvidas e que serão os acionistas diretos de ULTRA S.A. depois de 2004. É muito importante observar que este Acordo tem prazo indeterminado (sendo vedada sua rescisão) e se extinguirá apenas quando o "tag along" passar a ser matéria do Estatuto Social, sendo que somente os titulares de ações preferenciais (exclusive aqueles que também são signatários do Acordo), reunidos em assembléia especial, é que poderão votar na decisão de se considerar satisfatórios os termos em que este direito ficará estabelecido no Estatuto. Do nosso ponto de vista, a decisão dos controladores de ULTRAPAR é pioneira e paradigmática.

Com relação aos fundamentos da companhia, como comentado na Carta Dynamo anterior, continuamos otimistas. A empresa atua nos setores Petroquímica (Oxiten), Distribuição de GLP (Ultragaz) e Logística (Ultracargo). Muitos dos investidores com quem temos conversado, olham a Ultra

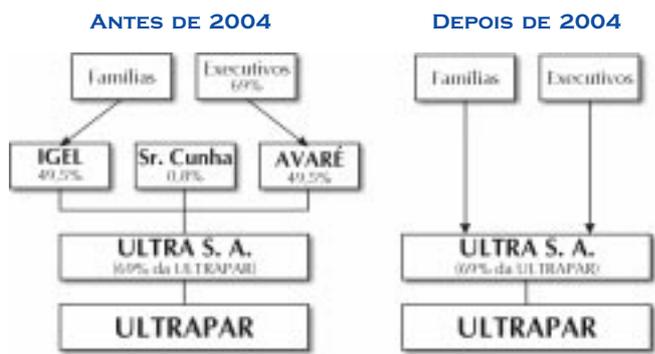
par simplesmente como uma empresa petroquímica. No entanto, com o novo cenário de desregulamentação do setor, o que mais atrai nossa atenção é o mercado de distribuição de GLP.

da regulamentação, promovida pela ANP, está abrindo uma nova oportunidade para companhias bem preparadas. As empresas que no passado tinham seus preços e regiões de atuação restritos pelo governo, passam a poder atuar livremente em todas as regiões com os preços liberados. Na nossa opinião, a forte rede de distribuição da Ultragaz, aliada a boa situação financeira do Grupo, permitirão que a companhia seja uma das grandes beneficiárias deste processo.

No setor Petroquímico, a Oxiten, hoje, com um caixa de R\$ 411 milhões, possui uma situação de mercado muito confortável. Sendo a única produtora de óxido de eteno do Brasil, a companhia vem seguido a estratégia de manter sua capacidade de produção sempre 30% acima da demanda no Brasil, impedindo, desta forma, o ingresso de novos concorrentes no mercado brasileiro. A companhia, vem estudado a possibilidade de liderar a consolidação do Polo de Camaçari, realizando desta forma, a reestruturação das principais companhias do Polo. Apesar de não considerarmos a reestruturação do polo Petroquímico nas nossas avaliações, em função das incertezas que ainda cercam a venda do controle da Norquisa, acreditamos que esta poderá vir a ser uma oportunidade estratégica para a companhia gerar valor para seus acionistas.

Paralelamente à boa notícia do "tag along" consideramos que a empresa apresenta múltiplos muito atraentes. Resumidamente, com uma geração operacional de caixa, proporcional as participações (Ebitda) projetada de R\$ 235 milhões (R\$ 210 milhões em 99), e no atual nível de preço (R\$ 17,00), a companhia está sendo avaliada (valor de mercado-caixa líquido) por R\$ 591 milhões ou duas vezes e meia o seu Ebitda para o ano 2000.

Rio de Janeiro, 20 de abril de 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

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Peat Marwick 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: www.dynamo.com.br

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

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