

Amálgama

“Espero que vocês estejam compartilhando conosco todo o entusiasmo, todo o otimismo, toda a visão positiva que a gente tem da companhia após a transação. Eu acho que é um acordo único, é o acordo dos sonhos. Eu acho que nasce a companhia dos sonhos dentro do setor”.

Os argumentos em defesa das operações de fusão e aquisição de companhias são típicos. Na magia da união, receitas e sinergias brotam, custos e despesas desaparecem. A nova empresa esconde fragilidades isoladas e combina virtudes comuns. Investidores calejados, munidos de estatísticas, têm razões para o ceticismo. Evidências empíricas mostram que dois terços destas transações destroem valor para os acionistas das companhias adquirentes. Explicações não faltam: excesso de otimismo sobre o potencial de mercado, exagero na estimação das sinergias, *due diligence* ruim ou mesmo pura presunção (*hubris*).

A passagem acima foi colhida entre as colocações finais do Sr. Randal Zanetti, CEO e principal acionista da Odontoprev, durante a apresentação da companhia destinada a expor ao mercado o acordo de associação com a Bradesco Dental. Neste caso, a transação subverteu a lógica dos números e confirmou a retórica dos anseios. Elogiada unanimemente pelos analistas, a operação transformou-se num sucesso retumbante no mercado. Desde o anúncio, a ação da Odontoprev apreciou 83,3%, enquanto a média das empresas do setor no Brasil rendeu 18,3% e o Ibovespa -6,7%.

A Dynamo acompanha a Odontoprev desde os tempos de empresa privada. Foi um dos pouquíssimos casos em que entramos para a base de acionistas da companhia na oferta pública inicial. A empresa abriu seu capital em 1º de dezembro de 2006. Logo a seguir, aumentamos rapidamente nosso investimento até atingirmos um percentual importante do capital social. Como de costume, procuramos interagir positivamente com o *management*, neste caso, em particular, com o Sr. Randal. Sob a égide desta boa relação profissional, que, podemos adiantar, foi bastante testada, participamos ativamente das negociações que levaram à realização desta transação com a Bradesco Saúde. Antes competidores agueridos, os dois maiores *players* do setor se uniram numa companhia de controle compartilhado. A idéia desta Carta é a de dividir com nossos leitores um pouco da crônica deste investimento.

A Tese

A Odontoprev foi fundada em 1987 por profissionais de odontologia liderados pelo Sr. Randal Zanetti. Como toda atividade empreendedora, a companhia nasceu da visão de uma oportunidade, neste caso, o enorme potencial de oferecer planos odontológicos a clientes corporativos. Acontece que aquele grupo

de jovens empresários não seria o primeiro nem o último a tentar explorar este mercado promissor. No registro ativo da ANS, há mais de quatrocentas operadoras de planos odontológicos cadastradas, a grande maioria delas de pequeno porte. Sendo assim, o sucesso da iniciativa deve ser atribuído a outro ingrediente. No nosso entendimento, o feito se deve ao DNA único que o Sr. Randal e os seus sócios lograram imprimir desde o início na sociedade.

É bem conhecido o desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda de serviços odontológicos no Brasil. O país é recordista mundial em número absoluto de dentistas e, com larga folga, em cursos de odontologia. Apresenta uma das maiores taxas de profissionais por habitante e continua formando a cada ano expressivo número de dentistas. Por outro lado, por razões de políticas públicas, o acesso ao serviço pela população ainda é muito reduzido. O setor público não tem tradição de investir no segmento e o Brasil apresenta uma das piores proporções entre gastos públicos e privados em odontologia¹. Isto significa que aquela oferta já encorpada de profissionais fica quase que circunscrita ao atendimento da (pequena) parte da população com renda para acessar o serviço privado. A relação ajustada profissionais por habitante efetivamente atendido torna-se ainda mais folgada. Adicionalmente, a penetração dos planos odontológicos nos pacotes de benefícios corporativos é incipiente. Ainda hoje, apenas 30% do total de associados de planos de saúde no Brasil possuem planos odontológicos, ou apenas cerca de 7% da população total. Tamanho desbalanço entre disponibilidade de oferta e potencial de demanda enseja um estímulo permanente aos ‘espíritos animais’ empreendedores. Daí aquele grande número de operadoras registradas.

Também é sabido que a odontologia apresenta peculiaridades em relação à medicina que fazem com que os planos odontológicos sejam substancialmente diferentes dos planos médico-hospitalares. Então vejamos. Há basicamente apenas dois tipos de patologia na odontologia – cárie e periodontias². São doenças bem mais previsíveis, que geralmente não apresentam riscos de vida. O diagnóstico costuma ser mais simples, fácil, preciso, sendo feito no próprio consultório. O tratamento odontológico também é menos complexo e pode oferecer opções em função da qualidade dos materiais, o que o torna mais sensível a preço. Os procedimentos são reversíveis, repetíveis e corrigíveis. São também rastreáveis, passíveis de serem averiguados radiologicamente, pois geralmente gravam presença física. A prevenção em odontologia é bastante mais eficaz e a resposta às iniciativas preventivas também são mensuráveis. O

¹ Fonte: OCDE. Citado no interessante estudo Regulação & Saúde – Planos Odontológicos: Uma Abordagem Econômica no Contexto Regulatório, publicado pela ANS em 2002.

² Periodontias são as doenças da gengiva. Existem na odontologia 17 especialidades, na medicina são 66.

avanço tecnológico na medicina é mais acelerado e disruptivo, na odontologia são aperfeiçoamentos não substitutos. Outro aspecto importante é que nem a demanda por serviços odontológicos nem os custos dos tratamentos dentários crescem necessariamente com a idade do associado, fato inequívoco na medicina. Enquanto que nos planos de saúde, a tendência moderna à longevidade conspira contra o *economics* no negócio, na odontologia, a evidência empírica sugere que a partir da meia idade os dispêndios dos indivíduos com serviços dentais em média tendem a permanecer estáveis.

Numa frase, os riscos inerentes à odontologia são menores, os custos inferiores e, principalmente, passíveis de serem controlados. A maior capacidade de controle se dá pelo aspecto não emergencial da patologia, pela facilidade de acesso a informações relevantes sobre o tratamento (rastreadabilidade) e pela possibilidade de diferentes alternativas de procedimentos, permitindo assim, na grande maioria dos casos, que os custos e a curva de execução dos tratamentos sejam perfeitamente conhecidos antes mesmo de seu início. A natureza desta disciplina admite assim uma abordagem alternativa à visão clássica do negócio de seguro-saúde, como proteção financeira contra um evento inesperado e crítico. De fato, na medicina, a frequência de eventos é baixa, os sinistros altos. Na odontologia, o contrário. Os sinistros são frequentes, mas de menor impacto. Se aqui os sinistros não são tão graves nem aleatórios, e as intervenções admitem controle, o negócio não é intrinsecamente tão difícil nem exógeno quanto o de saúde e a qualidade do *management* passa a ser um elemento determinante no sucesso do empreendimento.

E foi exatamente este aspecto que nos chamou atenção logo em nosso primeiro contato com a Odontoprev: a qualidade do *management*, traduzida numa visão peculiar do negócio e na orientação estratégica única da companhia. Desde o início, a companhia se apoiou nos pilares do conhecimento técnico específico do setor, numa plataforma pioneira de tecnologia de informação e na abordagem estatística rigorosa dos eventos e processos.

Num conceito de oferecer serviços diferenciados para todas as contrapartes (dentistas cadastrados, empresas-clientes e associados), de construir relacionamentos duradouros e de procurar criar e extrair valor ao longo de toda a cadeia odontológica, a companhia distanciou-se dos demais concorrentes amarrados à visão oportunista do prêmio de seguro como uma receita sem contrapartida de serviço. Ao contrário. A ênfase em sistemas e estatísticas produziu ao longo do tempo uma enorme inteligência sobre a base de registros. De posse deste prontuário virtual detalhado, um vastíssimo histórico eletrônico pormenorizado, a Odontoprev aprendeu que o que produz mais valor (NPV por associado) ao longo do tempo é a iniciativa de forçar a sinistralidade. Prêmios sem sinistros num primeiro momento implicarão custos muito maiores mais à frente. A natureza previsível dos eventos, o aspecto rastreável dos procedimentos e a eficácia comprovada e muito significativa da atuação preventiva, processados num sistema proprietário monitorado por especialistas *in house*, permitiram à companhia chegar a esta conclusão inédita de que o melhor para os acionistas seria induzir ativamente a curva de sinistralidade, ao invés de torcer passivamente pelo comportamento favorável do sinistro.

Tudo isso implica em despesas administrativas e gastos de TI maiores do que a concorrência. A contrapartida se manifesta nos índices de sinistralidade bem mais baixos. *Ex-post*, o balanço final tem sido bastante positivo, mas a decisão *ex-ante* de enfrentar este *trade off* era pouco óbvia. Ainda mais se lembrarmos que este

negócio tem um aspecto de varejo: depende de um volume grande de eventos, onde um pequeno deslize de calibragem nos preços ou de descuido nos custos pode comprometer todo o resultado. Em 2009, por exemplo, a geração de caixa por mês por associado na Odontoprev, a companhia mais rentável do setor, foi de 'apenas' R\$ 2,25.

Com esse modelo de negócios superior, a companhia cresceu geometricamente de forma orgânica, abocanhando ainda algumas aquisições pelo caminho. Naturalmente, o crescimento neste caso produz *feedbacks* positivos, trazendo ganhos de escala ao diluir os custos operacionais, permitir a otimização da gestão da rede de credenciados, sem falar nos benefícios para a inteligência do sistema, com o maior estoque de informações e volume de registros.

O negócio da Odontoprev demanda muito pouco investimento em ativo físico. Nos últimos oito anos, a companhia desembolsou um total de apenas R\$ 17,5 milhões em capex. A base de sistemas e a capacidade de processamento foram dimensionadas para comportar taxas elevadas de crescimento. Apenas aperfeiçoamentos marginais são requeridos, em geral de baixo custo. A expansão da rede se dá pela incorporação de 'recursos' amplamente disponíveis no mercado (profissionais formados). Na verdade, num negócio de escala, o contrário pode ocorrer. O crescimento passa a apresentar oportunidades para redução de despesas, melhorando a conta de retorno sobre o capital investido, como é o caso da criação recente da *Dental Partner* (e do *Easy Software*), trazendo economias na gestão da cadeia de compras de materiais odontológicos ao eliminar a figura do distribuidor/ intermediário.

A proposta de posicionamento competitivo da companhia é a de materializar valor para todos os participantes da cadeia. A Odontoprev conta hoje com uma rede de 15 mil cirurgiões dentistas credenciados. Segundo a companhia, há fila de interessados para futuros credenciamentos, numa demanda duas vezes maior do que a base. Sem dúvida, a empresa se beneficia deste desequilíbrio estrutural - excesso de oferta de profissionais no setor -, arbitrando espaços na agenda principalmente dos recém ingressos no mercado. Mesmo assim, a postura da empresa não é a de uma exploração mercantil dos credenciados. Ao contrário, a idéia é oferecer uma oportunidade para que estes possam tomar um atalho para cobrir os seus custos fixos, trazendo um fluxo de pacientes que de outra forma demoraria a aparecer. Duas evidências sustentam o argumento: i) o contínuo interesse dos profissionais em participar da rede da Odontoprev; ii) o fato de a base de credenciados da Odontoprev seguir apresentando um *duration* médio maior (*churn* menor) em relação aos concorrentes.

O excesso de oferta de profissionais, por outro lado, alimenta um problema conhecido na indústria, que é o incentivo torto à indução de demanda pelos dentistas. Competição intensa e consultórios pouco frequentados fomentam a prática de procedimentos desnecessários e/ou fraudulentos. Neste caso também, a Odontoprev está mais imune a tais iniciativas, seja porque seus controles são mais efetivos, seja porque seus credenciados percebem que têm mais a perder do que a ganhar.

O esforço e a relação comercial da Odontoprev se dão junto aos profissionais de recursos humanos (RH) das empresas, já que historicamente a companhia focou-se no mercado de planos corporativos. Aqui, a percepção de valor por parte dos RHs das empresas é clara. A qualidade do serviço prestado ao associado, o controle e até a capacidade de projeção de sinistro pela Odontoprev são ativos

importantes para estes profissionais que têm que lidar no cotidiano com um sem número de demandas, reclamações e desejos. Prova disso, é a capacidade da Odontoprev de, eventualmente, renovar estes contratos em base de preços acima do mercado.

O foco no corporativo possui vantagens adicionais. Neste segmento, o regulador não exerce controle direto de preços como no caso dos planos individuais. Prevalece a livre negociação entre as partes contratantes. Além disso, os planos empresariais apresentam menor incidência de um problema importante no setor que é a seleção adversa. O indivíduo tende a comprar um seguro (se associar a um plano) na vizinhança do sinistro. Esta assimetria de informação é uma enorme dor de cabeça para as companhias de seguros. No caso dos planos odontológicos, isto ocorre com maior frequência no segmento de varejo. Já no corporativo, a dinâmica de contratação do plano é outra. O negócio se insere num contexto mais amplo de retenção dos empregados - que percebem grande valor na cobertura odontológica -, competindo assim no mercado de benefícios corporativos em geral. Aqui também se verifica um aumento de ocorrências espontâneas pós-contratação, mas não tão exacerbado como no varejo. Na verdade, esta característica de aumento de sinistros na partida funciona de certa forma como barreira à entrada e/ou ao crescimento das empresas menores, já que supõe uma necessidade importante de capital de giro, que estas companhias menos capitalizadas não têm condições de suportar.

Ainda assim, o fenômeno da seleção adversa ocorre no mercado de planos corporativos. Neste caso, a Odontoprev possui outra vantagem competitiva sobre os concorrentes que de certa forma contribui para protegê-la contra esta assimetria de informações. Trata-se da abrangência de oferta de planos. A companhia oferece um portfólio de mais de cem contratos, endossando na prática a sugestão teórica de que uma maior diferenciação de produtos ajuda a revelar preferências (neste caso, perfis de risco) através das escolhas dos clientes/associados³. Adicionalmente, é próprio da odontologia admitir maior flexibilidade nos tratamentos – alternativas de materiais e de procedimentos – permitindo atender níveis diversos de demanda em função da realidade do orçamento. Sendo assim, oferecer um amplo leque de opções de um produto com maior elasticidade-preço de demanda (plano odontológico) certamente tem ajudado à companhia a calibrar de forma mais precisa os preços dos contratos, aspecto vital na sobrevivência deste negócio. Evidência que se traduz no tíquete médio da Odontoprev, bem acima da média do mercado (cfr. tabela).

O terceiro elo da percepção de valor é o próprio associado, o beneficiário do plano. Aqui, o diferencial reside no cuidado da escolha do profissional credenciado, no controle e disponibilidade do prontuário individual – com a possibilidade de portabilidade, caso o associado se transfira para outra empresa cliente da Odontoprev – e, principalmente, no acompanhamento do tratamento por um segundo profissional (dentista-funcionário da Odontoprev) que valida e intervém no tratamento em benefício do associado. O elevado índice de satisfação do beneficiário alimenta a disposição do profissional de

3 Este resultado é sugerido no artigo clássico dos economistas Michael Rothschild e Joseph Stiglitz (1976) *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Competition*. Diante de um maior cardápio de opções (*menu of policies*), os indivíduos de maior perfil de risco tenderão a escolher os contratos com maior cobertura. Ao identificar os indivíduos mais arriscados, as companhias podem reduzir a externalidade negativa sobre os indivíduos de melhor perfil de risco, melhorando sua capacidade de precificação em todos os níveis.

RH de renovar o contrato em bases favoráveis para a Odontoprev. A cultura de preocupação com a qualidade da prestação de serviço se enraíza no programa de incentivos da companhia, onde nada menos do que 50% dos bônus dos funcionários são baseados em notas de avaliação dadas por estes *stakeholders*.

Não se tem conhecimento de nenhuma outra empresa brasileira ou mesmo internacional com uma abordagem semelhante à da Odontoprev no setor. Tanto é que recentemente a companhia firmou um acordo de prestação de serviços para o Grupo Iké, que tem cerca de 15 milhões de associados no México. Com este posicionamento estratégico peculiar, esta visão de negócio única, a Odontoprev conquistou participação de mercado, ao mesmo tempo em seguiu mantendo margens operacionais consistentemente acima da concorrência.

A Diferença

No momento do IPO em 2006, a Odontoprev já era líder de mercado com 1,4 milhão de associados, através de cerca de 1,2 mil clientes corporativos. Sua rede de profissionais credenciados já era da ordem de 12,5 mil distribuídos em mais de mil cidades pelo país. O IPO deu-se num contexto da saída do fundo *private equity* TMG, cujo prazo de encerramento de investimento se aproximava. Fundadores e executivos venderam proporcionalmente menos e continuaram como acionistas relevantes. A vinda a mercado aprofundou o caminho de profissionalização da companhia e aprimorou o sentido prático de *accountability* da administração, percebido na preocupação com o mercado de capitais e no diálogo com investidores.

Desde o IPO, a Odontoprev fez sete aquisições, mas a maior parte do crescimento se deu de forma orgânica. Nos últimos cinco anos, receita e ebitda cresceram na ordem dos 30%^{aa}. A companhia fechou o exercício de 2009 com cerca de 2,6 milhões de associados, líder destacado de mercado, mais de 5 mil empresas clientes e 15 mil cirurgiões dentistas cadastrados. Como o negócio requer baixíssimas necessidades de capital, mesmo com estas taxas elevadas de crescimento, a Odontoprev registrou nestes três anos de empresa aberta um *free cash flow yield* médio de 10%^{aa}, para aqueles acionistas que tivessem investido no IPO.

Nossa forma de investir aqui na Dynamo busca combinar o melhor de dois ambientes: a agilidade e a liquidez dos ativos finan-

TABELA 1

	Odontoprev	Setor s/ Odontoprev
Receita por Associado (R\$/mês)	12,20	6,97
Margem por Associado (R\$/mês) ¹	6,66	3,47
Sinistralidade ²	45,4%	50,3%

¹ Receitas de contraprestações menos despesas assistenciais por mês

² Despesas assistenciais/ Receitas de contraprestações

Fonte: Odontoprev, ANS

ceiros com a solidez e o lastro da economia real. Nossa pretensão ao investir é a de transformar valores mobiliários em genuínas participações em negócios. Paciência, disciplina, estudo, envolvimento ativo e horizonte de longo prazo permitiriam elevar investimentos financeiros ao status de decisão empresarial. A dificuldade é que se as aspirações convergem nos objetivos, as condições ainda são distintas na origem. E assim, para que esta química ocorra de forma completa, é preciso que nós consigamos compreender a essência do projeto empresarial e que o empresário saiba reconhecer a natureza da nossa condição de investidor.

Nossa convivência com a Odontoprev ao longo do tempo foi quase sempre positiva e construtiva. Para além de empresário bem sucedido e administrador competente no setor, o Sr. Randal mostrou-se um sócio muito acessível.

Com margens operacionais elevadas, nenhuma alavancagem financeira, um lucro&perdas limpo, capital de giro positivo e baixa necessidade de capex, a Odontoprev passou a acumular caixa em volumes elevados. A companhia tem um histórico de não operar com dívida. Já em 1997, a entrada do investidor financeiro na sociedade - primeiro negócio de *private equity* no setor de saúde no país - implicou na venda do controle. A decisão ilustra a completa aversão à dívida que sempre esteve presente nas políticas da companhia.

Foi neste momento que ocorreu pela primeira vez uma divergência importante entre a Dynamo e o principal sócio e presidente da companhia, o Sr. Randal. Este episódio ilustra bem alguns aspectos do que consideramos saudável na convivência entre minoritários e controladores numa mesma sociedade. Para nós aquele acúmulo de caixa era desnecessário e ineficiente do ponto de vista fiscal. As oportunidades de eventuais aquisições relevantes não eram óbvias nem pareciam imediatas. E, mesmo que ocorressem, não demandariam grande parte dos recursos que já estavam disponíveis e que se acumulariam crescentemente ao longo do tempo. Adicionalmente, a empresa estava totalmente desalavancada e negociava a múltiplos que permitiam um eventual aumento de capital caso a oportunidade aparecesse. Passamos a sugerir uma distribuição extraordinária de dividendos. A companhia mantinha a posição da necessidade estratégica do caixa elevado. Foram várias conversas inconclusivas e que configuraram uma diferença inconciliável de percepções.

Coletar dividendos nunca foi nem será um alvo prioritário na nossa forma de investir. Como temos repetido, preferimos até o contrário, negócios que demandam continuamente reinvestimentos e que ofereçam altas taxas de retorno compostas ao longo do tempo. Mas quando o fluxo de caixa livre é elevado e não há no horizonte alternativas para a alocação destes recursos no negócio, entendemos que é o caso de retornar os recursos para os acionistas. Do ponto de vista econômico-financeiro, trata-se da decisão mais produtiva e eficiente.

Dentro desta lógica, insistimos no argumento a favor da distribuição de parte do caixa excedente. Neste momento, o grupo de acionistas representado pelo Sr. Randal e os fundos administrados pela Dynamo detinham posições acionárias na companhia praticamente equivalentes, em torno de 15%. Por isso, nada mais saudável do que se recorrer aos mecanismos próprios de decisão disponíveis para as sociedades anônimas. Sugerimos que o assunto fosse discutido numa assembleia geral de acionistas, onde todos tivessem a oportunidade de se manifestar. Numa sociedade de controle pulverizado, a assembleia de acionistas é a expressão

máxima do exercício da democracia, onde todos são iguais e têm de fato e de direito poder pivotal de decisão.

A assembleia transcorreu dentro dos padrões de respeito mútuo que sempre pautaram nossa relação com a companhia. Alguns investidores – todos os locais representados na assembleia – votaram pela nossa proposta. Apoiando o Sr. Randal e os demais executivos, votaram, por procuração, os acionistas estrangeiros. No final, a proposta encaminhada pela administração venceu por pequena diferença (dos 66% do capital presente, a proposta obteve o apoio de 34%).

Com um pouco mais de trabalho junto à base de acionistas, talvez tivéssemos obtido a maioria dos votos. A votação apertada mostrou não apenas que nosso pleito era legítimo, como de alguma forma serviu para despertar os acionistas para a realidade plural da prática societária de uma companhia de controle disperso. Neste caso, a orientação estratégica da companhia depende da concertação de ações e da harmonia de interesses entre os principais acionistas. Decisões relevantes deveriam passar pelo filtro da sincronia de aspirações na sociedade. Foi no desdobramento desta experiência importante que se seguiu o que viria a ser a maior transformação do negócio desde a sua criação.

Demonstrando grandeza e firmeza de caráter, o Sr. Randal nos procurou para uma conversa que envolvia os interesses básicos da companhia. Estava em curso o início de uma negociação determinante para o futuro da empresa. Fomos consultados sobre nossa disponibilidade para participar das conversas e ajudar na sua consecução. Concordamos e, naturalmente, a partir de então, deixamos de negociar as ações da Odontoprev no mercado. A tratativa era com o Bradesco Seguros. Como vimos então a saber, todas as circunstâncias que envolviam essa complexa operação explicavam em boa medida a posição do Sr. Randal com relação a preservação do caixa na companhia.

A Síntese

A fusão entre dois líderes de um setor enseja inúmeras discussões técnicas, econômicas e jurídicas. Foram dias, noites e madrugadas dedicadas à obtenção do desenho que melhor atendesse ao interesse de todos os envolvidos. Não deixa de ser curioso que um dos pontos polêmicos foi a consideração de como se proceder com relação ao *poison pill* presente no estatuto da Odontoprev. Há tempos vimos nos manifestando contra os exageros da defesa do controle cometidos em nome da tal da “proteção à dispersão da base acionária”, dispositivo freqüente nos estatutos das empresas que vieram a mercado recentemente através de IPOs. Já na carta Dynamo n. 53, do primeiro trimestre de 2007, sobre estes mecanismos de ‘veneno’, dizíamos: “É importante observar que vários estatutos destas companhias que exigem a realização da oferta pública obrigam os acionistas que tenham votado em assembleia a favor de alteração ou supressão desta cláusula a realizar a oferta nos mesmos termos. Ou seja, há uma proteção contra a modificação da proteção. Os estatutos destas companhias encontram-se hermeticamente lacrados, os controladores definitivamente entrincheirados. E aqui vale observar que o rigor da regra pode no futuro virar-se contra os próprios controladores, se eles mesmos resolverem vender suas participações. Neste caso, o que hoje é percebido como proteção, amanhã vira algema”. Mal sabíamos que dois anos à frente nos veríamos tentando justamente destravar uma destas algemas.

Após inúmeras rodadas de reuniões onde participaram o Sr. Randal, executivos do Bradesco Seguros e sócios da Dynamo, o desfecho da transação se deu com o anúncio da celebração de um acordo de associação entre a Bradesco Dental e a Odontoprev. Vale salientar que mesmo sendo uma companhia de controle relativamente disperso estavam envolvidos nas negociações investidores que representavam em conjunto cerca de 42% do capital da companhia sem comprometer em nenhum momento a lisura e o sigilo da operação. Além da Dynamo, do Sr. Randal e seu grupo de acionistas, participaram também desta fase os seguintes Fundos de Investimento a quem somos gratos pela colaboração: M Square, Investidor Profissional e Águas Claras.

Como resultado de todo esse esforço, o que se conseguiu foi uma união extremamente construtiva dos dois grandes operadores no segmento do seguro odontológico. Talvez nada tenha sido mais importante do que a enorme empatia que se formou entre os dois lados, reduzindo-se bastante o custo de transação que em geral é muito elevado em situações como a que descrevemos aqui.

Seguem alguns detalhes técnicos que ilustram os principais números e benefícios que foram viabilizados para todos os acionistas da nova empresa. Antes da efetivação da operação, os acionistas da Odontoprev receberiam R\$ 7,47 por ação como dividendos. Em seguida, a Bradesco Dental teria 100% de suas ações incorporadas pela Odontoprev, transformando-se em sua subsidiária integral. Neste momento, a Bradesco Saúde passaria a deter 43,5% do capital da Odontoprev. O Sr. Randal - diretamente e através da holding ZNT - ficaria com 7,56% e o mercado com 48,94%. Em até seis meses após a conclusão da operação, os acionistas da Odontoprev receberiam ainda R\$ 5,60 em uma nova distribuição de caixa. A Bradesco Saúde e o Sr. Randal detendo em conjunto 51,06% da sociedade celebrariam ainda um acordo de acionistas regulando exercício de voto e outros direitos. Basicamente, o controle da companhia passa a ser compartilhado, onde as duas partes elegem igual número de conselheiros e as matérias mais relevantes para o governo da sociedade dependem de aprovação conjunta. O Sr. Randal permanece como CEO da companhia, com a responsabilidade da gestão do dia a dia dos negócios e com a atribuição de indicar os diretores. O estatuto social da Odontoprev seria alterado para refletir o aumento do *pay out* mínimo de 25% para 50% do lucro do exercício.

A negociação foi totalmente blindada, sem vazamentos. As ações da Odontoprev apresentaram desempenho inferior ao Ibovespa dos pregões anteriores ao anúncio – sejam três, sete ou trinta dias. No dia do comunicado, a ODPV3 valorizou-se 30,7%, adicionando R\$ 255 milhões ao seu valor de mercado, enquanto que o Ibovespa se apreciava 1,2%. Nos pregões seguintes, à medida em que analistas atualizavam recomendações e revisitavam projeções, as ações da companhia seguiram *outperformando* a Bolsa. A liquidez das ações multiplicou-se por três. A Odontoprev entrou no radar dos grandes investidores estrangeiros que voltaram a freqüentar a lista de acionistas da companhia. O retorno total dos acionistas que compunham o quadro societário no IPO da Odontoprev até o presente é de cerca de 220%, ou 40%^{aa}.

A leitura do mercado foi a que de fato a combinação das empresas conjuga o melhor dos melhores. A qualidade e experiência do *management* na gestão do negócio, o estado da arte dos sistemas/controles e a marca da Odontoprev com a capacidade de distribuição e o porte financeiro do Bradesco. As duas companhias juntas chegaram a 4,2 milhões de associados e seis mil clientes

corporativos. Ainda sim, a nova empresa possui ‘apenas’ 30% de penetração no mercado total de planos odontológicos, que cresce a taxas de dois dígitos. As tendências de formalização da economia e de maior exigência do órgão regulador (aumento do grau de cobertura) conspiram a favor do *player* dominante num mercado ainda muito pulverizado. As margens operacionais devem melhorar. Há sinergias de custos/despesas a serem capturadas e complementariedades de produtos e de canais a serem exploradas. Os índices de sinistralidade mais elevados do Bradesco podem convergir para o patamar de eficiência da Odontoprev. O tíquete médio agregado pode subir pela reprecificação de contratos mais defasados do Bradesco e, eventualmente, por algum relaxamento da tensão comercial.

Como toda associação desta natureza, há desafios não triviais pela frente. A integração de culturas empresariais diferentes, a administração de eventuais conflitos nos canais comerciais e o avanço na penetração do segmento de varejo que promete enorme potencial, mas que apresenta dinâmica distinta do corporativo. Como a base de associados agora já tem um porte robusto, o delta de crescimento nos próximos anos poderá ser menor. Por outro lado, a captura dos ganhos de sinergia e mesmo o benefício fiscal da amortização do ágio deverão trazer ainda mais qualidade-caixa aos resultados. Sem dúvida, as oportunidades serão maiores do que os desafios. Após a união de forças dos dois líderes do setor, o caminho do crescimento com rentabilidade ficou mais plano para a Odontoprev e mais íngreme para os demais *players* no mercado. Qualquer que seja o nome do jogo no negócio daqui em diante – saúde, parceria, escala/commodity, consolidação – a nova companhia estará muito bem posicionada.

O mercado já reconheceu parte dos méritos da nova companhia, mas continuamos confiantes nas virtudes do modelo de negócios, no tamanho das oportunidades do setor e na capacidade agora reforçada da Odontoprev em capturá-las. E, da nossa parte, não há como esconder uma certa satisfação de ter participado, ainda que de forma coadjuvante, desta tremenda história de sucesso.

Rio de Janeiro, 10 de junho de 2010

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até março de 2010

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	192,2%	171,8%	163,4%
36 meses	61,1%	48,2%	53,8%
24 meses	32,0%	10,3%	15,6%
12 meses	71,5%	58,6%	70,3%
3 meses	1,1%	2,0%	2,7%

Valor da cota em 31/03/2010 = R\$ 248,994907828

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(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	-	38,8%	38,8%	-	9,1%	9,1%	-	11,1%	11,1%
1994	-	245,6%	379,5%	-	165,3%	189,3%	-	58,6%	76,2%
1995	-	-3,6%	362,2%	-	-35,1%	87,9%	-	-13,5%	52,5%
1996	-	53,6%	609,8%	-	6,6%	100,3%	-	53,2%	133,6%
1997	-	-6,2%	565,5%	-	-4,1%	92,0%	-	34,4%	213,8%
1998	-	-19,1%	438,1%	-	-31,5%	31,5%	-	-38,4%	93,3%
1999	-	104,6%	1.001,2%	-	116,5%	184,7%	-	69,5%	227,6%
2000	-	3,0%	1.034,5%	-	-2,6%	177,2%	-	-18,1%	168,3%
2001	-	-6,4%	962,4%	-	-8,8%	152,7%	-	-24,0%	104,0%
2002	-	-7,9%	878,9%	-	-24,2%	91,7%	-	-46,0%	10,1%
2003	-	93,9%	1.798,5%	-	145,2%	369,9%	-	141,0%	165,4%
2004	-	64,4%	3.020,2%	-	45,0%	581,2%	-	28,2%	240,2%
1ºTrim/05	-1,7%	-1,7%	2.967,4%	-1,7%	-1,7%	569,9%	1,1%	1,1%	243,8%
2ºTrim/05	5,4%	3,6%	3.133,2%	3,0%	1,3%	589,8%	7,5%	8,7%	269,6%
3ºTrim/05	32,3%	37,1%	4.178,3%	25,2%	26,8%	763,7%	31,6%	43,0%	386,5%
4ºTrim/05	3,0%	41,2%	4.305,5%	3,1%	30,8%	790,7%	0,8%	44,1%	390,2%
1ºTrim/06	23,3%	23,3%	5.332,9%	18,9%	18,9%	959,0%	22,5%	22,5%	500,5%
2ºTrim/06	-3,9%	18,5%	5.122,2%	-4,6%	13,4%	910,5%	-2,7%	19,2%	484,4%
3ºTrim/06	5,7%	25,3%	5.418,6%	2,6%	16,4%	937,2%	-1,0%	18,0%	478,4%
4ºTrim/06	19,6%	49,8%	6.498,3%	23,0%	43,2%	1.175,8%	24,1%	46,4%	617,7%
1ºTrim/07	9,7%	9,7%	7.136,3%	10,1%	10,1%	1.304,3%	6,7%	6,7%	665,8%
2ºTrim/07	29,3%	41,9%	9.259,4%	28,8%	41,8%	1.709,3%	27,2%	35,7%	874,1%
3ºTrim/07	7,5%	52,4%	9.957,6%	15,7%	64,1%	1.993,7%	16,4%	58,0%	1.033,7%
4ºTrim/07	4,8%	59,7%	10.436,6%	2,6%	68,4%	2.048,7%	9,8%	73,4%	1.144,6%
1ºTrim/08	-1,7%	-1,7%	10.253,1%	4,1%	4,1%	2.136,6%	-4,1%	-4,1%	1.094,1%
2ºTrim/08	16,4%	14,4%	11.950,7%	11,6%	16,1%	2.395,0%	17,9%	13,2%	1.308,3%
3ºTrim/08	-32,9%	-23,3%	7.983,4%	-23,4%	-26,0%	1.480,9%	-38,7%	-30,7%	763,2%
4ºTrim/08	-31,1%	-47,1%	5.470,1%	-17,6%	-50,1%	973,3%	-35,9%	-55,5%	453,7%
1ºTrim/09	8,1%	8,1%	5.919,9%	5,1%	5,1%	1.027,5%	10,6%	10,6%	512,5%
2ºTrim/09	44,7%	56,4%	8.612,4%	52,0%	59,6%	1.613,5%	48,8%	64,6%	811,6%
3ºTrim/09	29,4%	102,4%	11.175,9%	34,8%	115,2%	2.210,2%	30,9%	115,5%	1.093,2%
4ºTrim/09	20,4%	143,7%	13.472,6%	17,0%	151,9%	2.603,3%	13,2%	144,0%	1.250,7%
1ºTrim/10	-1,1%	-1,1%	13.318,6%	0,8%	0,8%	2.625,8%	-0,3%	-0,3%	1.255,7%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 930.842.254,81

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

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
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, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720