

Estreito

Recentemente, a CVM emitiu pronunciamento sobre um tema importante e controverso. Motivado pela iniciativa de um participante do mercado, o Colegiado da Comissão deliberou, no caso em questão, que o acionista controlador estaria impedido de exercer o direito de voto na assembleia da companhia controlada que decidir sobre a celebração de contrato bilateral em que ele figure como contraparte.

A decisão marca um novo capítulo na discussão sobre o polêmico tema do conflito de interesses nas sociedades. A consulta que ensejou a deliberação foi feita pela Tractebel Energia. Ao longo dos últimos anos, tivemos oportunidade de interagir bastante com a companhia sobre o assunto. A ideia desta Carta é narrar um pouco dessa história.

A Tractebel é oriunda da cisão dos ativos de geração da Eletrosul, subsidiária da Eletrobrás. Em setembro de 1998, a Suez Energy Internacional adquiriu a Gerasul (assim denominada na época) num leilão de privatização. A Suez herdou o *status* de companhia aberta da Tractebel, mas na prática jamais tratou-a como tal. O quadro era um clássico da realidade de muitas empresas listadas no Brasil antes do boom de IPOs desta última década: desinteresse pelo mercado de capitais, *disclosure* de baixa qualidade e reduzida liquidez das ações. Até que a Suez decidiu alterar a orientação estratégica da sua subsidiária e, em dezembro de 2005, transformou de fato a Tractebel numa companhia pública. A empresa foi listada no Novo Mercado através de uma venda secundária de ações, o *free float* aumentou, o diálogo com os investidores tornou-se assíduo, o padrão de divulgação de informações melhorou sensivelmente e a liquidez multiplicou por 17 vezes desde então.

A Dynamo participou do re-IPO da Tractebel e desde então vimos convivendo com o *management* da companhia de uma forma mais intensa. Já tivemos oportunidade de comentar sobre o caso de investimento da Tractebel em outros momentos. Este não é o foco da carta, mas vale lembrar rapidamente os principais ingredientes. A Tractebel é o maior *player* privado de geração de energia do país. A companhia se destaca pela excelência industrial (operação de baixo custo e alta disponibilidade das plantas) e pela habilidade comercial (portfólio diversificado de clientes e leitura acertada das oscilações do mercado). A atividade da Tractebel parece simples: produzir e comercializar energia. Mas os meandros

regulatórios do modelo do setor elétrico do país complicam bastante o enunciado, impondo dificuldades práticas para os analistas que pretendem esquadriñar os resultados operacionais da companhia e compreender a fundo seu modelo de negócios.

Nos próximos quatro parágrafos, descrevemos rapidamente algumas destas especificidades e ilustramos como a Tractebel tem se saído neste ambiente complexo. Não sendo o objeto primário desta Carta, aqueles que preferirem saltar esta sequência mais técnica podem fazê-lo sem perda da linha do argumento central.

No sistema brasileiro, toda demanda deve estar 100% contratada e toda oferta deve ter lastro físico. A Tractebel oferece energia tendo como lastro um mix de produção hídrica e térmica. A companhia foi pioneira em capturar o avanço do mercado livre no Brasil e hoje consegue oferecer um portfólio de produtos flexíveis, modulados e customizados para mais de cem clientes industriais.

Por razões estruturais, a maior parte do tempo o preço *spot* de energia no país costuma ser baixo¹. Neste caso, as térmicas não são chamadas a gerar e a Tractebel vende energia a preços de mercado na casa de R\$ 115 MWh e compra energia de substituição termelétrica no *spot*, digamos, a R\$ 20 MWh em média, realizando um ganho consistente de arbitragem. Quando o preço *spot* está alto, provavelmente o regime de chuvas estará desfavorável e, neste caso, as térmicas serão despachadas, minimizando de forma quase automática a exposição da companhia ao mercado de curto prazo. No despacho térmico para atender ao sistema interligado nacional (SIN), a Tractebel recebe ainda o reembolso do carvão nacional usado como combustível, fazendo com que o custo marginal

¹ De forma bastante simplificada, isto decorre da própria metodologia de apuração do PLD (preço de liquidação das diferenças, o preço *spot*). O modelo estocástico utilizado no cálculo do PLD utiliza, entre outros parâmetros, a afluência hidrológica com base no histórico de vazões das usinas. Historicamente, num ambiente de reservatórios de grande capacidade de armazenamento, a energia afluenta média ultrapassava de forma consistente a carga do sistema, derrubando o preço de curto prazo. Nos últimos anos, como a oferta marginal de energia ocorre de forma predominante através de aproveitamentos hídricos a fio d'água e de usinas térmicas, a capacidade de armazenamento do sistema vem caindo rapidamente. Isto mais a adoção pelo operador nacional do sistema (ONS) de um critério de despacho mais conservador, com base na curva de aversão a risco (CAR), tem tornado o PLD muito mais volátil e com uma tendência alista (e talvez autista, para alguns críticos que sugerem aperfeiçoamentos do modelo).

efetivo de sua operação seja menor do que o custo declarado das usinas.

Além disso, os geradores hídricos no país têm a prerrogativa de alterar sua exposição mensal junto à câmara de comercialização de energia (CCEE), um mecanismo conhecido como 'sazonalização'. Na prática, isto significa que aqueles agentes que tiverem uma leitura mais acurada dos movimentos do PLD podem obter ganhos adicionais, além da receita convencional dos seus contratos comerciais, mitigando ainda suas exposições à energia de substituição termelétrica. Sabe-se também que o nosso sistema elétrico convive com limitações na capacidade de transmissão e com restrições de disponibilidade de combustíveis fazendo com que muitas vezes as usinas térmicas sejam despachadas fora da ordem do mérito econômico. Neste caso, a Tractebel também recebe o reembolso do carvão, além de ficar novamente menos exposta ao PLD.

A complexidade do sistema elétrico brasileiro, remendada com frequência por uma enorme quantidade de produção regulatória, vem permitindo ao *management* da Tractebel operar um modelo de negócios robusto, onde a companhia consegue encontrar, pelas vielas normativas, mecanismos de mitigação de riscos e, ao mesmo tempo, oportunidades de expansão de margens. A experiência no Brasil tem mostrado que a combinação de um modelo de oferta centralizada, um planejamento energético confuso e um setor ainda dominado por empresas estatais costuma gerar boas oportunidades para os participantes privados mais ágeis e focados. Olhando em perspectiva, a Tractebel vem obtendo bons resultados neste ambiente. Só como ilustração, na época da privatização, em 1998, a companhia representava cerca de 15% dos ativos de geração da Eletrobrás. Hoje, o valor de mercado da Tractebel corresponde a 65% da Eletrobrás. O retorno do acionista da Tractebel desde a privatização é da ordem de 22%^{aa} em IGP-M ou de 30%^{aa} em dólar.

Voltemos então ao nosso tema principal. Já na época da oferta pública, alertamos sobre o potencial ruído que poderia causar junto aos investidores a estrutura de negócios do Grupo Suez. É prática do Grupo, em alguns países onde atua, segregar o desenvolvimento dos novos projetos de grande porte das atividades de geração de energia conduzida pela companhia operacional. Ou seja, as fases de licitações públicas, obtenção de concessões e autorizações, formação de consórcios, negociação de contratos de construção, aquisição de equipamentos e equação de financiamentos dos projetos se dão numa subsidiária integral da Suez. Somente após a realização destas etapas, o empreendimento é transferido à companhia operacional, neste caso, a Tractebel.

O conceito por trás desta estrutura é que o Grupo Suez, pelo seu porte e experiência, teria vantagens de escala na compra de equipamentos, na contratação de financiamentos, no desenho e na engenharia dos projetos e na apresentação de garantias/avais, podendo absorver melhor os riscos ine-

rentes a estas etapas iniciais, geralmente críticas². Neste caso da Tractebel, o problema do modelo é que ele gera um óbvio conflito de interesses no momento da transferência do ativo de uma companhia 100% controlada pela Suez para outra onde há minoritários.

A Suez jamais escondeu a questão, que mereceu a devida menção no prospecto da operação de distribuição pública de ações como um dos fatores de risco da oferta. O *management* da Tractebel, quando perguntado, procura dar um *spin* positivo ao assunto: confia na relação com o controlador e vê-se numa posição privilegiada de poder contar com este suporte 'paternal' na seleção dos projetos.

No caso da Tractebel, a primeira experiência de transferência de ativos deu-se em maio de 1999, quando a companhia adquiriu do controlador a Companhia Energética Meridional (CEM), proprietária da usina hidrelétrica Cana Brava, adquirida em leilão em março de 1998, ou seja, antes mesmo da aquisição da Tractebel pela Suez. Os contratos de financiamentos com o BID e com o BNDES estavam equacionados e a usina de 273,5 MW de energia assegurada no rio Tocantins não tinha nenhuma obrigação comercial assinada. O capex total estimado para o empreendimento era da ordem de R\$ 530 milhões. Na época, o patrimônio líquido da CEM, equivalente ao capital social integralizado, era de R\$ 58,4 milhões e a Tractebel adquiriu o projeto pagando um ágio de R\$ 3,2 milhões. Ou seja, um ágio de 5,5% sobre o patrimônio e de 0,6% do valor total do investimento, com base econômica num fluxo de caixa elaborado por instituição especializada e descontado à taxa de 14%. Do ponto de vista do mercado de capitais, o episódio teve pouca repercussão, já que o valor do ágio foi imaterial e a companhia atraía reduzida atenção dos analistas na época.

O teste seguinte do modelo de transferência deu-se em junho de 2007, quando a Tractebel adquiriu da Suez Energy South America a totalidade das ações da Companhia Energética São Salvador (CESS), proprietária da concessão da usina hidrelétrica de São Salvador e de um contrato de trinta anos de venda da totalidade de sua energia assegurada (148,5 MW) para as distribuidoras que participam do Ambiente de Contratação Regulada. Na ocasião, a Tractebel pagou R\$ 304 milhões pela usina, incluindo o ágio de R\$ 35 milhões, justificado por fundamento econômico através de fluxo de caixa descontado. Ou seja, um ágio de 13% sobre o desembolso incorrido até então e de cerca de 4% sobre o capex total do projeto, estimado em R\$ 866 milhões. O mercado entendeu que o valor do ágio teria sido, digamos, razoável, e o assunto rendeu poucos comentários entre analistas e investidores.

2 Dois outros argumentos, que julgamos bem mais frágeis, costumam ser mencionados pela Suez para justificar este modelo de negócios: i) o desenvolvimento dos projetos numa estrutura societária de empresa fechada traz vantagens de agilidade e flexibilidade; ii) a Suez teria absorvido por sua conta e risco os custos de diversos projetos que foram analisados e não oferecidos (repassados) à Tractebel.

O terceiro episódio deu-se em dezembro de 2009, quando o conselho de administração da Tractebel aprovou, por unanimidade, a aquisição da participação da GDF Suez Energy Latin America³ no consórcio do aproveitamento hidrelétrico Estreito, no rio Tocantins. Novamente, além do contrato de concessão, o consórcio já havia comercializado a totalidade da energia assegurada da usina por um prazo de trinta anos. Neste caso, o valor a ser pago pela Tractebel seria de R\$ 604,3 milhões. Até então, a GDF Suez havia desembolsado no projeto R\$ 324 milhões a valor histórico, o que corrigido pelo CDI chegaria a R\$ 380 milhões. Novamente, o ágio foi justificado através de um laudo de avaliação elaborado por instituição financeira com base na metodologia do fluxo de caixa descontado.

O mercado fez a conta rápida e concluiu que a Tractebel iria pagar um ágio de 86,5% sobre o capex histórico, de 60% sobre o capex corrigido, ou de cerca de 12,4% sobre o investimento total ajustado, na casa dos R\$ 1.810 milhões. Desta vez, a notícia não caiu nada bem. Os analistas, ancorados nas transações anteriores, trabalhavam com fee máximo de até 4% do capex total. Além disso, dois ingredientes contribuíram para aumento da insatisfação. Primeiro, a elevação do orçamento do capex no momento do anúncio da transferência. O mercado vinha trabalhando com um *guidance* de R\$ 1.350 milhões de capex. O reajuste inesperado no momento do anúncio foi visto com ceticismo. Segundo, a GDF Suez é proprietária de 50,1% do projeto da usina hidrelétrica Jirau e já manifestou sua intenção de transferi-lo para a Tractebel no momento oportuno. Jirau é um projeto de 1.975 MW de energia assegurada e de capex estimado em torno de R\$ 11,4 bilhões, com riscos de execução e de performance nada desprezíveis: um empreendimento que representa metade do tamanho da Tractebel, na Amazônia, que depende de infra-estrutura de transmissão, com uma solução de engenharia inédita no país, com a parte final do financiamento ainda sendo contratada e tendo 30% do total de energia não negociada. Recentemente, o consórcio proprietário ofereceu parte desta energia no mercado livre e não encontrou demanda para nenhum dos produtos nos preços requeridos.

O anúncio da transferência de Estreito provocou reações negativas imediatas. Os analistas condenaram o valor da transferência e a falta de transparência do processo, insinuando que a remuneração da GDF Suez teria sido abusiva. Olhando em perspectiva, o ágio nas transações adquiriu proporções incômodas, evoluindo num padrão extravagante: de 3, passando para 30, até atingir quase 300 milhões de reais. O tema dormente do conflito de interesses despertou com vigor. Estava aberto o precedente e Jirau passou a ser visto como um risco iminente. Estreito revelou os problemas potenciais de

uma estrutura ambígua, rompendo a barragem que continha o frágil equilíbrio que separava o conforto - ou acomodação - com o passado da preocupação com o futuro.

A companhia mostrou-se surpresa com a reação negativa do mercado. Defendeu-se argumentando que a aquisição criava valor para os acionistas da Tractebel, conforme sugeria o laudo de avaliação elaborado por instituição independente e aprovado por unanimidade pelos conselheiros independentes da companhia. O retorno da GDF Suez se justificava pelos sucessivos riscos do projeto, dirimidos pelo controlador ao longo dos sete anos e meio que transcorreram desde o leilão de aquisição. O mercado insistiu nos questionamentos, passando a inquirir o próprio controlador, também companhia aberta. A GDF Suez prometeu dedicação ao assunto e uma força-tarefa foi mobilizada.

Ao longo do tempo, enquanto acionistas da companhia, nossa interação com a Tractebel sempre foi franca e profícua. Aprendemos a admirar a competência técnica do *management* local e sempre tivemos na mais alta conta ética o CEO da GDF Suez no Brasil, que conhecemos de longa data. A questão da estrutura societária da GDF Suez/Tractebel naturalmente passou à ordem do dia em nossas conversas com a companhia. Basicamente, nosso reflexo foi o de sugerir dois caminhos para abordar o problema:

- i) Nossa melhor sugestão seria a de trazer para dentro da companhia operacional a equipe de desenvolvimento da GDF Suez no Brasil. Até porque, trata-se de um grupo de cerca de dez pessoas e, portanto, esta realocação não deveria ser problemática. A Tractebel hoje já poderia perfeitamente absorver a estrutura da GDF Suez no Brasil e os riscos de desenvolvimentos dos novos projetos desde o início. Entendemos que a estratégia de separar os veículos poderia fazer algum sentido no início. Mas, agora, o porte da Tractebel e o seu status como companhia pública listada no mais alto nível de governança da Bovespa não seriam compatíveis com uma estrutura societária, no mínimo, retrógrada. Unificar os veículos de investimento seria a melhor solução para extinguir o potencial conflito, eliminando suspeitas, dissolvendo desconfianças e evitando desgastes entre acionistas e distrações para os executivos da companhia. Chegamos a alertar nossos interlocutores que manter este flanco aberto poderia trazer aborrecimentos desnecessários. Um eventual questionamento formal junto à CVM por parte de outros acionistas seria cabível e meritório, podendo acarretar uma decisão da autarquia que colocaria a companhia numa situação, ao nosso ver, incômoda, tal seja, o impedimento do voto de quem entende profundamente do negócio. Ignorávamos que, a esta altura, já tramitava na CVM uma reclamação de um participante do mercado sobre a operação de transferência de Estreito;
- ii) caso, por qualquer razão que não chegamos a compreender, não fosse possível absorver na Tractebel a estrutura

3 Em 22 de julho de 2008, foi anunciada a fusão entre a Gaz de France e a Suez, formando a GDF Suez. Respeitando a cronologia, a partir de agora utilizaremos GDF Suez.

da GDF Suez, nossa sugestão foi a de que o pagamento para o controlador se desse *a posteriori*, na base da contribuição do projeto para o valor da companhia. Ou seja, no momento da transferência, a Tractebel pagaria à Suez apenas o capex incorrido corrigido pelo custo do dinheiro. No futuro, cinco anos à frente, por exemplo, a Suez receberia uma performance fee em função do desempenho do projeto. Sabemos das dificuldades técnicas que supõe mensurar na prática o NPV de cada empreendimento. Daí que tenhamos pensado também em empregar como proxy dessa contribuição o desempenho da própria ação da Tractebel, já que os projetos costumam ser discretos e relevantes. Neste caso, a ideia parte da premissa de que o valor do projeto seria capturado pelo preço da ação da Tractebel. Um horizonte de tempo mais amplo serviria para destilar fatores 'exógenos', como flutuações próprias do mercado, ou elementos operacionais não recorrentes, como, por exemplo, o resultado pontual de ganhos/perdas na comercialização de energia. Se o pagamento à GDF Suez fosse feito em ações da Tractebel, melhor ainda. Fortaleceria o alinhamento de interesses e diminuiria a possibilidade de *gaming* do controlador com o preço da ação da Tractebel.

Nossas sugestões não produziram nenhum resultado prático. Em 1º de outubro, a Tractebel convocou reunião pública com analistas e investidores a fim de anunciar os critérios que nortearão as futuras transferências de ativos entre as empresas do Grupo. As medidas foram as seguintes:

- i) A GDF Suez continuará desenvolvendo projetos hidrelétricos e transferindo à Tractebel após mitigação dos principais riscos;
- ii) A Tractebel constituirá um Comitê Independente para avaliar e negociar transações entre partes relacionadas;
- iii) A Tractebel deverá reter no mínimo 50% do valor agregado do projeto e a GDF Suez se compromete em limitar sua remuneração em no máximo 12% do capex total do projeto;
- iv) Será criada uma equipe de comunicação da GDF Suez Brasil para melhorar a transparência de suas atividades no país, bem como o padrão de divulgação de informações dos projetos em implantação.

Assim, a GDF Suez decidiu manter a estrutura societária dúplice, acreditando que as aspirações da CVM e do mercado seriam atendidas com a criação do Comitê Independente. A figura do Comitê teria sido inspirada no Parecer de Orientação CVM n. 35, quando a autarquia sugeriu, no âmbito das transações de fusões e aquisições entre controlador e subsidiária, que um comitê especial independente fosse instituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração. Pouco tempo depois da comunicação da GDF Suez, a CVM tornou pública sua decisão sobre o caso em questão, iniciado, como dissemos, pela consulta

de um minoritário lá atrás. Endossando a opinião da área técnica, o colegiado entendeu a constituição do Comitê como um arranjo interessante, um avanço de governança genuína na direção de melhorar a qualidade da representatividade e do processo de decisão do minoritário. Contudo, a atuação do Comitê por si só seria insuficiente, pois, na visão da autarquia, embora ajudando substancialmente a encurtar a diferença de conhecimento dos acionistas, não elimina nem soluciona o problema do conflito em questão. O relator, acompanhado por três outros diretores, concluiu que o controlador da Tractebel não poderia ter votado na Assembleia que deliberou sobre a transferência do projeto de Estreito.

A discussão dos efeitos do conflito de interesses sobre o direito de voto é um dos temas mais controvertidos da teoria e da prática societárias. A própria CVM já emitiu opiniões divergentes sobre o assunto⁴. Uma visão doutrinária que inclusive já foi endossada por decisões da autarquia, é aquela em que o conflito só pode ser verificado de forma concreta, *a posteriori*, chamado assim de conflito material. Ou seja, segundo esta linha de interpretação, quem deve decidir sobre o exercício do direito de voto é o próprio acionista, não cabendo ao legislador assumir de antemão a presunção de conflito. Já neste caso da Tractebel, a maioria do colegiado interpretou que a "regra do impedimento de voto deve ser posta em prática previamente à deliberação da companhia"⁵. Ou seja, o controlador não poderia votar, já que no caso em questão, a presunção do conflito se dá *a priori*, configurando assim o chamado conflito formal.

O tema é rico, de natureza interpretativa, já foi amplamente discutido e oferece bons argumentos para ambos os lados. Mesmo entre nós aqui na Dynamo, não há um consenso formado sobre o assunto. A visão do conflito formal ganha a simpatia de muitos, talvez até influenciada pela nossa vivência como minoritários e pelos encontros e desencontros que tivemos ao longo do tempo com controladores, digamos, agressivos. Como argumentos principais em defesa desta interpretação, destacam-se: i) a existência de benefício particular do controlador; ii) a regra da maioria seria violada pela presunção *a priori* do conflito⁶; iii) o interesse social da companhia estaria comprometido na origem. Como corolário, o impedimento do voto chega

4 Recomendamos vivamente a leitura dos votos dos diretores da CVM nos processos em que a autarquia opinou sobre o assunto. Além deste caso da Tractebel (Proc. RJ2009/13179), lembramos o caso TIM (PAS CVM n. TA/RJ2001/4977), o caso TNL/Previ (PAS CVM n. TA/RJ2002/1153) e o caso Ambev (PAS CVM n. TA/RJ2004/5494).

5 Argumento do diretor Marcelo Trindade no caso TIM, citado pelo diretor-relator do caso Tractebel, Alessandro Broedel Lopes.

6 "Afim, a legitimidade da assembléia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, nos casos de conflito, só pode ser atingido caso o acionista interessado esteja impedido de votar". Voto da presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana no caso Tractebel.

como uma prevenção/proteção muito bem-vinda. Outros, no entanto, se sensibilizam com os argumentos da assimetria de informações, da presunção de boa-fé como regra⁷, do legítimo exercício do poder da maioria, da possibilidade de interesses particulares de minoritários e do exercício do voto como “um direito do acionista não-controlador e um dever do acionista controlador”⁸, lembrados pelos que defendem o conflito material.

O curioso neste episódio é que a GDF Suez evitou a decisão mais simples, definitiva e eficaz, optando por uma acrobacia societária arriscada que, no final das contas, mostrou-se desprovida de sentido, sendo desqualificada pelo órgão regulador⁹. De fato, partindo do princípio que o conflito é “evidente”, um Comitê onde os membros independentes não são especialistas e os membros especialistas não são independentes não parece ser o melhor arranjo para negociar condições com o controlador. E, mesmo se o Comitê funcionasse a contento, não escaparíamos de outro dilema, o problema das atribuições de responsabilidades. Se o Comitê for *liable* por suas decisões, então seus membros, principalmente os não-especialistas, quererão se proteger da melhor forma possível, contratando seguros, serviços de consultoria, assessoramento, *fairness opinion*, etc., com custos e atrasos óbvios para a companhia. Por outro lado, se, no final do dia, a responsabilidade pela decisão é do conselho de administração e não do Comitê, então o propósito fiduciário deste Comitê fica enfraquecido, passando a desempenhar apenas uma função sugestiva de orientação do voto do minoritário.

Em nossas conversas com a companhia, não pleiteamos que a decisão sobre a transferência dos projetos fosse submetida exclusivamente ao voto dos acionistas minoritários reunidos em assembleia. Isso porque, confiamos na capacidade técnica dos executivos da Tractebel, acreditando que estariam mais bem preparados do que os demais acionistas para selecionar os melhores projetos no interesse da companhia. Além disso, neste caso, a natureza da assimetria de informação é muito grande. Cada projeto é único, são inúmeros os detalhes técnicos, assim como as peculiaridades do setor elétrico. Deixar ao exclusivo critério de acionistas não-especialistas decisões de investimentos discretas e tão relevantes, prescindindo da experiência e do conhecimento dos especialistas, mesmo que estes se empenhem em reduzir ao máximo essa distância, não nos parece ser a melhor solução. Essa combinação de ingredientes levou-nos a preferir neste caso específico a qualidade da opinião técnica à prerrogativa do direito de voto. Melhor estaríamos delegando a decisão técnica aos especialistas do que reivindicando a delegação do voto

7 “Prefiro, em situações genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam traír por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência”. Voto do diretor Luis Antônio Sampaio Campos no caso TIM.

8 Voto do diretor Eli Loria no caso Tractebel.

9 Nas palavras do próprio relator do processo: “E a proposta da Companhia [a criação do Comitê], da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta deste conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador”.

aos não-técnicos. Desde que, naturalmente, os especialistas representem de forma orgânica a companhia, sem fraturas do interesse coletivo. Por outro lado, entendemos perfeitamente a decisão da CVM. A estrutura societária do Grupo Suez parece tão anacrônica para um modelo de negócios *on going* que não restou à autarquia carimbar a operação como um conflito de interesses ‘aberto’ e ‘evidente’ e assim condená-la à interpretação *ipsis litteris* do artigo 115 da lei das SA.

A opção pela companhia aberta, pela vida como sociedade pública, traz inúmeros benefícios amplamente conhecidos. Acesso ilimitado ao capital, liquidez às participações, profissionalismo e transparência à gestão, maior potencial de atração de talentos, além de um ambiente mais arejado onde os anseios dos diversos *stakeholders* se expressam e se fazem representar. Geralmente, a partir deste regime de interação, de depuração de vontades, emergem decisões societárias mais ricas e democráticas, e a sociedade evolui respeitando estes mecanismos naturais de freios e contrapesos.

Para que esta dinâmica ocorra de forma produtiva, interesses específicos devem ficar pelo caminho. Visões particulares, quando teimam em prevalecer, acabam produzindo decisões disformes, mal-adaptadas, destoantes deste processo plural de auto-organização. Em geral, o princípio da parcimônia de Ockam vale também para a governança: quanto mais simples, melhor. Ao insistir numa solução que preservasse o *status quo* de uma estrutura excêntrica, a GDF Suez trouxe complexidade e incerteza desnecessárias ao processo decisório da Tractebel. Acabou vendo-se subtraída de parcela essencial da legitimidade do controle, o exercício do direito de voto em deliberação crucial para a companhia. Passamos da presença ‘excessiva’ e impositiva do sócio estratégico para sua perigosa ausência.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2010.

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

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	187,9%	120,1%	121,1%
36 meses	48,0%	9,6%	14,6%
24 meses	76,9%	36,6%	44,6%
12 meses	36,5%	11,5%	12,7%
3 meses	13,7%	12,4%	11,5%

Valor da cota em 30/09/2010 = R\$ 285,157122726

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%	56,41%	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%
2ºTrim/10	-0,4%	-1,5%	13.263,4%	-10,7%	-9,9%	2.355,3%	-12,3%	-11,9%	1.089,6%
3ºTrim/10	20,9%	19,0%	16.054,8%	20,2%	8,3%	2.828,3%	18,6%	4,4%	1.310,7%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 988.521.534,00

(*) 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