

Ser e Transparecer

A prática da transparência é hoje reconhecida como atributo fundamental, exigência necessária da moderna instituição pública. Seja como prestação de contas à sociedade, seja como manifestação clara de legitimidade, a transparência é a pedra de toque do compromisso democrático. Por contraste, nada mais próprio aos regimes totalitários do que a opacidade de informações, a filtragem de estatísticas.

A companhia de capital aberto (*public company*) é cada vez mais sensível a este imperativo de maior transparência de gestão, expondo-se crescentemente ao escrutínio da sociedade participativa. Por outro lado, sendo ente privado e tendo como fim a atividade lucrativa, seu status de sociedade anônima impõe matizes próprios à abordagem da questão. Tratar deste tema que nos parece de grande importância no âmbito do mercado de capitais brasileiro é o que pretendemos nesta Carta.

Primeiramente, uma nota semântica: Na literatura acadêmica, *disclosure* é a palavra mais encontrada para referir-se à divulgação de informações por parte das empresas. Sublinha-se também a distinção entre o *disclosure* obrigatório (*mandatory*) – quando a divulgação é exigência dos órgãos reguladores - e o *disclosure* voluntário (*voluntary*) - quando se trata de iniciativa própria da companhia. Na Carta Dynamo 35, lembramos que existe uma diferença substancial entre *disclosure* e transparência. Companhias com um bom nível de *disclosure*, não necessariamente devem ser consideradas transparentes. De fato, a palavra *disclosure* possui uma conotação de abrangência restrita, estando associada a uma permissão apenas parcial de disponibilização de algo até então oculto, à *des clausura* seletiva do confinado. Já a transparência possui um sentido mais generoso, radical, de ir além, tornando o todo visível através da superficialidade do apenas aparente. Numa palavra, o *disclosure* é uma permissão para o olhar parcial; a transparência é um convite para a visão total. A transparência é o *full disclosure*. Ao longo desta Carta, empregaremos preferencialmente a

Nosso Desempenho

Após uma valorização de 40,3% em 2002, no primeiro trimestre de 2003 as cotas do Dynamo Cougar apresentaram uma variação negativa de 0,86% (o Ibovespa subiu 0,02% e o FGV-100 caiu 0,71%). As posições que mais contribuíram favoravelmente para nosso resultado foram Klabin, Alpargatas e Itaúsa, enquanto que, as ações da Caemi e da Coteminas ponderaram no sentido contrário.

Desde o início de suas operações em 01 de setembro de 1993, o Dynamo Cougar rendeu 922,6% em dólares enquanto que o FGV-100 rendeu 100,6% e o Ibovespa 16,1%. A rentabilidade do Dynamo Cougar, neste período de quase dez anos, equivale a um retorno, em dólares, de 27,5% ao ano enquanto que a do FGV-100 e do Ibovespa foram de apenas 7,5% e 1,6% ao ano, respectivamente. Ou seja, quem investiu dez mil dólares no início do Dynamo Cougar e nunca resgatou tinha no final do primeiro trimestre de 2003 US\$ 102.265, enquanto que, o mesmo valor investido no FGV-100 e Ibovespa valia US\$ 20.050 e US\$ 11.606 respectivamente.

Como comentamos no último relatório, o Dynamo Cougar mantém posição relevante em ações de empresas que se beneficiam com uma taxa de câmbio desvalorizada. Neste trimestre o Real valorizou-se 5,10% (R\$ 3,53 para R\$ 3,35) impactando negativamente nosso resultados. É este o principal fator explicativo para a queda de desempenho do fundo neste período.

No entanto, é essencial salientar que essa concentração em ações de “exportadoras” não foi uma opção baseada exclusivamente na perspectiva de acentuação ou manutenção da desvalorização do real frente ao dólar. Investimos nessas ações, porque nelas percebemos grandes distorções entre preço e valor. Por isso, esperamos uma boa performance da carteira mesmo com a taxa de câmbio nos níveis atuais. E, em nossa opinião, a competitividade das empresas brasileiras exportadoras melhorou

de uma forma estrutural e não apenas passageira.

Persistimos portanto, em nossa política de alocar os recursos do fundo em bons negócios de companhias de alta qualidade, bem administradas, com alinhamento societário e que por seus fundamentos, apresentam excelentes perspectivas de resultados. Este conjunto de elementos positivos acabará se refletindo, ao longo do tempo, nos preços das ações.

CAEMI

Caemi é uma das principais posições do Fundo. Recentemente a companhia passou por transformações societárias importantes, razão pela qual apresentamos a seguir alguns comentários sobre sua situação atual.

Há quase três anos, os antigos controladores da Caemi decidiram colocar à venda suas ações, representativas de 60% do capital ordinário. A Mitsui, uma companhia japonesa voltada para atividades de *trading* de commodities, já era, na época, sócia da Caemi. Os japoneses possuíam 40% do capital total (40% das ordinárias e 40% das preferenciais) e tinham um acordo de acionistas que, entre outros direitos, lhes garantia direito de preferência sobre as ações de controle. Em fevereiro de 2001, a companhia australiana BHP foi anunciada como vencedora do processo competitivo inicial, cuja conclusão ficava sujeita à manifestação da Mitsui quanto ao exercício ou não de sua preferência. Em julho do mesmo ano, a Mitsui anunciou que iria efetivamente exercê-la em sociedade com a Vale do Rio Doce, desde que a operação fosse aprovada pela Comunidade Européia. Esta aprovação acabou ocorrendo ao final de outubro daquele ano. Desta forma, o controle da Caemi passou a ser compartilhado entre Vale e Mitsui, cada uma com 50% das ações ordinárias.

Continua >>>

palavra transparência pelo seu sentido mais positivo e amplo, e *disclosure* apenas especificamente, quando estivermos tratando do *disclosure* obrigatório.

Transparência e Economia

A decisão de comprar ações envolve riscos associados à performance futura da companhia, principalmente no que diz respeito à sua capacidade de criação e de distribuição equitativa de valor. Ao disponibilizar mais informações, a companhia torna menos imprecisa esta tomada de decisão por parte do potencial comprador de suas ações. Com um melhor conhecimento do ativo e de suas perspectivas futuras, o investidor poderá fazer uma avaliação mais adequada de seus fundamentos. O preço da ação tenderá a subir, em geral acompanhado de maior liquidez, reduzindo-se potencialmente o custo de capital da companhia¹. Adicionalmente, ao submeter-se a critérios mais estritos de transparência, a companhia afasta os *insiders*, que são predadores do funcionamento normal do mercado, protegendo os demais investidores.

Melhorar a qualidade da informação disponível também é fundamental para que os investidores possam acompanhar os fundamentos operacionais das companhias, permitindo o monitoramento mais adequado do investimento, a checagem dos processos de criação e distribuição do valor. Finalmente, um maior conhecimento dos ativos, aumenta potencialmente o espectro de decisões de investimento mais acertadas. E alocar eficientemente a poupança escassa, por sua vez, é requisito necessário para o desenvolvimento econômico. Portanto, para além dos efeitos microeconômicos conhecidos e desejáveis, agregam-se aqui sólidos elementos de eficiência macroeconômica. Como se pode ler nas regulações específicas da própria Lei Sarbanes-Oxley²: “Uma maior transparência deve ajudar o mercado a avaliar adequadamente os valores mobiliários o que, por sua vez, produziria uma alocação mais eficiente dos recursos”³.

Ora, baixar o custo de capital e aumentar a liquidez das ações são metas primeiras num ambiente corporativo saudável. Por que então uma solução de canto⁴ não ocorre? Por que as companhias não melhoram continuamente – até o limite – seus níveis de transparência?

> > > continuação

Pelo que podemos entender, o acordo inicial da Vale com a Mitsui envolvia, entre outros pontos, um compromisso de que a Vale iria juntar – segundo plano a ser detalhado ao longo de 2002 - as operações da MBR, subsidiária da Caemi que produz minério de ferro, com as da Ferteco, que havia sido adquirida pela Vale junto à Thyssen, no primeiro semestre de 2001. Além disso, a Vale deveria, ao longo do tempo e da forma que lhe conviesse, adquirir ações até completar os mesmos 43,37% do capital total da Caemi que a Mitsui detinha naquele momento (tratasse dos 40% detidos originalmente – ordinárias e preferenciais – mais os 10% das ordinárias adquiridos quando do exercício do direito de preferência).

Principalmente por conta destes dois compromissos, a Caemi passou o ano de 2002 sem uma direção bem definida do ponto de vista societário. A fusão das operações da MBR e da Ferteco poderia ser realizada de várias maneiras. Por isto, havia, naturalmente, uma discussão a respeito tanto do valor absoluto da Ferteco, quanto do seu valor em relação à Caemi (relevante caso a empresa fosse incorporada e não comprada pela Caemi). A equação da Ferteco passou a condicionar os cálculos para que a Vale pudesse igualar a Mitsui na participação do capital total da Caemi.

Além da questão Ferteco, havia também uma discussão a respeito da Cadam, subsidiária da Caemi que produz caulim. A Vale, que participa do capital de outra produtora de caulim, a PPSA, poderia ter interesse na Cadam. Uma eventual transação com a Cadam poderia fazer parte da engenharia financeira para o tratamento que se quisesse dar a Ferteco. No entanto, de acordo com o que foi comentado na imprensa, não houve um consenso com relação à avaliação da Cadam e a Vale, por isso, teria desistido de perseguir a operação.

A solução para estas questões acabou seguindo uma forma diferente da que vinha sendo negociada ao longo de 2002. Em março deste ano, a Mitsui anunciou que havia assinado um compromisso de vender sua participação na Caemi para a própria

Vale. Simultaneamente, a Mitsui anunciou também que havia firmado um contrato com a Bradespar para a aquisição de parte de suas ações ordinárias na Valepar, holding que controla a Vale e da qual fazem parte, entre outros, Previ e Bradesco.

A todas estas pendências, adicionava-se o fato de que desde quando a Vale comprou os primeiros 50% do controle da Caemi, houve uma forte especulação sobre a permanência da Caemi como companhia aberta. Esta especulação cresceu à medida que a segunda operação com a Mitsui foi se desenhando já que a Vale passaria a deter 100% das ações ordinárias de sua concorrente.

Com todas estas dúvidas pairando, era muito difícil para a Caemi ter um posicionamento objetivo frente ao mercado de capitais. A verdade era que a empresa não tinha respostas para várias indagações relevantes do ponto de vista de um investidor que estivesse tentando analisar e entender a companhia naquelas circunstâncias.

Por isso, achamos positivo que, finalmente, tenha sido encontrada uma solução para a instabilidade societária. A partir das novas definições para a empresa será possível à Caemi adotar as melhores práticas de governança corporativa e voltar a ter uma política de relações com investidores pró-ativa. A Vale anunciou explicitamente que pretende manter a Caemi “*inscrita no registro de companhia de capital aberto, com administração independente e conduzida dentro das melhores práticas de governança corporativa, assegurados os princípios de transparência e responsabilidade*” (texto extraído do fato relevante publicado pela Caemi).

Alguns céticos ainda questionam a situação da Caemi ser controlada por um concorrente direto sob o argumento – compreensível, em nossa opinião – de que será muito difícil administrar este conflito de interesses. É inegável que se trata de uma situação *sui generis* e nós também estaríamos bastante preocupados não fosse o controlador a empresa aberta com um dos melhores padrões de governança do Brasil. Para a Vale, governança é uma questão de

Continua > > >

(1) Subjacente a esta associação – mais informação sobre o ativo, melhor precificação da ação e, portanto, menor custo de capital da companhia – reside o pressuposto de que a falta de informação é identificada como má notícia. Isto é, quando as companhias não divulgam as informações relevantes, os investidores assumem que há algo a esconder e, portanto, exigem ex-ante um desconto ou preferem não negociar. (Na literatura, esta situação em que a companhia é levada a divulgar as informações é conhecida como “*unraveling result*”). Portanto, o ato de divulgar a informação produz, per se, um efeito positivo sobre a percepção de risco dos investidores e, conseqüentemente, sobre o preço da ação e seu custo de capital. Na prática, é possível imaginar uma situação em que a informação a ser divulgada seja pior do que o desconto assumido pelo mercado. Neste caso, o preço da ação poderá cair, se os efeitos positivos de sinalização, descritos a seguir, não forem suficientemente compensatórios.

(2) A Lei de Responsabilidade Corporativa de 2002, mais conhecida como Lei Sarbanes-Oxley, nome de seus primeiros sponsors, é reconhecida como o ato legislativo sobre o mercado de capitais americano mais importante desde a Securities Act de 1933.

(3) SEC, Final Rule, Release n. 33-8182; 34-47264; item V letra D.

(4) “*Cornet solution*” é a expressão usada na literatura econômica para a situação em que a decisão do agente produz resultados nos extremos das restrições envolvidas.

extrema importância e a companhia investiu muito nos últimos tempos para aperfeiçoar seu sistema.

Ora, não podemos deixar de ficar animados com a perspectiva de termos um nível de governança corporativa e uma política de relações com investidores na Caemi que seja espelho das que existem hoje na Vale. Percebam que não estamos falando de uma empresa que, usando a Vale como referência, poderia fazer apenas pequenas melhorias em uma estrutura já existente. Estamos falando de uma empresa que estava paralisada pelos motivos já apresentados e que vinha evitando contatos com investidores (embora atendendo muito bem aos que tomavam a iniciativa de procurá-la) de forma a contornar o constrangimento de quem até muito pouco tempo não tinha respostas para algumas perguntas relevantes. Para a Caemi, portanto, o impacto da adoção de um sistema de governança e política de relações com investidores que sigam, por coerência, os padrões da Vale será, sem dúvida, substantivo.

Particularmente importantes, como pano de fundo para toda essa seqüência de eventos societários, são os fundamentos de um negócio que tem melhorado muito nos últimos anos a despeito da recente valorização do Real. Este será o último ano de um forte programa de investimentos da Caemi que incluiu a substituição das principais minas e o aumento da capacidade produtiva de 25 milhões de toneladas de minério de ferro em 1998 para 36 milhões já em 2003. O mercado de minério de ferro está aquecido em função da crescente demanda dos chineses, país onde a Caemi tem uma forte presença, e o preço para o minério de ferro em 2003 acabou de ser elevado em aproximadamente 10%. A geração de caixa da companhia deve apresentar um expressivo crescimento e, a partir já do segundo semestre deste ano, a empresa passa a gerar um significativo volume de fluxo de caixa livre. Achamos muito razoável que a Caemi adote a mesma política do seu acionista controlador de distribuir, como dividendo ou juros sobre capital, grande parte deste fluxo de caixa livre. E por último, mas não menos importante, temos a administração da companhia em alta conta por sua competência e empenho na condução dos negócios.

Não obstante esta flagrante melhora nos fundamentos da empresa, é óbvio que o preço da ação tem oscilado ultimamente, muito em função das expectativas sobre o fechamento de capital da empresa. Não por outra razão, o preço da ação teve uma forte

queda quando a Vale anunciou sua decisão de manter a Caemi como empresa aberta, frustrando as expectativas de ganho de curto prazo de muitos especuladores.

Mesmo levando-se em consideração os impactos da recente valorização do Real sobre os resultados da companhia, esta recente queda do preço da ação somente se justificaria no contexto de uma empresa com maus fundamentos e sem governança corporativa adequada. Como, pelos motivos já apresentados acreditamos exatamente no oposto, aproveitamos esta oportunidade para comprar mais ações da companhia.

Adicionalmente, vejamos alguns números que nos dão uma boa referência de valor para a Caemi. Quando a Mitsui e a Vale exerceram o direito de preferência sobre as ações ordinárias dos antigos controladores, pagaram cerca de US\$ 423 por ação. Em Abril de 2003 a Vale anunciou o compromisso de compra das ações da Mitsui (43,4% do capital) por US\$ 250 por ação, fazendo com que a Vale, no agregado, tenha pago US\$ 705,1 milhões por 60,2% do capital total da Caemi ou US\$ 299 por ação. Em recente apresentação à investidores, a Vale apresentou um quadro com indicadores que serviam para corroborar o argumento da empresa de que a compra das ações da Caemi da Mitsui foi um excelente negócio para a Vale. É este quadro que reproduzimos abaixo:

Múltiplos de Mercado	EV/Ebitda
Pago pela CAEMI	5,0
Pago pela SAMITRI (2000)	6,5
Pago pela FERTECO (2001)	7,0
CVRD 2002 realizado	6,8
CVRD 2003 projetado	5,9
"Peers" 2003 projetado	7,8

Fonte: Vale do Rio Doce

Pois bem, as ações de Caemi como reflexo ainda das incertezas que mencionamos, estão sendo negociadas por aproximadamente US\$ 135, e a um múltiplo de EV/Ebitda projetado próximo a 2,7 para este ano, e abaixo de 2,0 para 2004 (estimativas da Dynamo). Ou seja, há um enorme espaço para a redução do custo de capital da empresa através da adoção de práticas de governança corporativa que sejam compatíveis com o projeto anunciado em fato relevante divulgado pela Caemi.

Primeiramente, porque algumas não têm intenção de fazê-lo. Seus acionistas controladores estão confortáveis com os benefícios privados advindos da situação de monopolistas da informação corporativa. Em seus cálculos econômicos, operar a informação em benefício próprio é mais vantajoso do que perseguir a redução do custo de capital para a companhia.

Em segundo lugar, e mais importante, porque a informação não é um bem livre. Existem custos envolvidos nesta atividade, como: i) Custos de "produção" – advindos da coleta, processamento, comunicação, auditoria e publicação das informações fornecidas; ii) Custos de litígios – relacionados à maior probabilidade de ações judiciais contra a companhia e seus administradores, a partir da maior exposição das metas corporativas anunciadas; iii) Custos proprietários – devidos à utilização das informações em prejuízo da companhia por concorrentes, governos, sindicatos, fornecedores ou clientes.

Nossa experiência ensina que os custos marginais de "produção" na verdade são baixos, pois as informações provavelmente já fazem parte dos relatórios gerenciais dos administradores, faltando apenas torná-las públicas. Aparentemente, os custos de litígios são também reduzidos, dado que não temos, até o presente, a cultura da cômica em nosso mercado. Por outro lado, entendemos que os custos proprietários podem eventualmente ser relevantes, fazendo da parcimônia na divulgação de determinadas informações atitude administrativa prudente e conveniente para todos os sócios da companhia. Não obstante, é bom lembrar que o pleito por maior transparência não significa absolutamente uma exigência de divulgação das fórmulas químicas dos produtos, nem uma descrição minuciosa dos processos produtivos, nem tampouco um dossiê da estratégia comercial ou a dissecação do planejamento estratégico da companhia. A demanda por transparência consiste fundamentalmente num compromisso das empresas de apresentarem um conjunto de informações adequadas, oportunas e relevantes que permitam aos investidores realizar um diagnóstico confiável da real situação da empresa e do seu negócio. Voltaremos a este ponto mais à frente.

Portanto, ao lado dos efeitos positivos de redução do custo de capital e aumento da liquidez das ações e do bem público associado à maior eficiência dos investimentos, concorrem outros elementos na decisão privada do empresário sobre o volume de informações a ser revelado ao público, fazendo com que sua equação de tra-

de off não seja trivial. Seria o caso de se procurar instrumentos que ajudem a catalisar esta decisão na direção socialmente mais desejável. Que instrumentos poderiam ser estes? Como estimular 'exogenamente' as companhias a percorrerem um caminho de maior transparência? Pensamos em duas possibilidades: governança e regulação.

Transparência e Governança

Dado que a informação não é um bem livre, sua oferta depende também de estímulos de demanda. Assim, o aliado primeiro para um aumento no nível de transparência das companhias é a presença de um mercado legítimo que valorize a informação adicional; 'consumidores' realmente dispostos a pagar um preço pela informação. Quando isso ocorre, as companhias competirão na produção de informação adicional, aumentando continuamente o nível de transparência. Essa dinâmica ocorre no mercado americano, mas não está presente no mercado brasileiro.

A razão principal para explicar esta diferença está na estrutura de propriedade e de governo das companhias. No mercado americano, regido pelo modelo *shareholder*, onde a participação no capital é difusa e os órgãos de administração são independentes, os acionistas não têm acesso às informações corporativas, senão através do canal oficial da Diretoria de Relações com Investidores. Um expressivo número de acionistas, cada um isoladamente pouco representativo do capital das companhias, busca o acesso às informações públicas.

Nos mercados regidos pelo modelo *stakeholder*, como o nosso, a propriedade é concentrada e os órgãos de administração são eleitos por representantes de grandes acionistas. As informações gerenciais trafegam por canais privados de comunicação, até um reduzido (mas poderoso) grupo de acionistas satisfazendo *off market* a demanda por informações de parte significativa do capital social. Esta estrutura, além de reduzir a importância da demanda potencial de mercado, estratifica uma assimetria de informações que eventualmente transforma os acionistas minoritários em *outsiders*.

Melhorias nos padrões de governança corporativa poderiam trazer alguma compensação para esta distorção. Por exemplo, investidores institucionais poderiam criar seus próprios "escores de transparência", a exemplo do fundo de pensão da Calpers, relacionando as informações que obrigato-

riamente deveriam constar dos relatórios financeiros das companhias para permitir-lhes acesso aos seus recursos. Administradores profissionais poderiam dar maior importância formal às práticas de transparência como critério de alocação de recursos, a exemplo do fundo britânico Hermes, que elege a "comunicação" como primeiro "princípio de investimento", lembrando que "as companhias devem perseguir um diálogo honesto, aberto e contínuo com os acionistas"⁵.

Na verdade, a relação entre governança e transparência é simbiótica. Estudos empíricos comprovam que companhias com melhores padrões de governança apresentam maior transparência⁶, o que, por sua vez, estimula melhores práticas corporativas, porque aumenta a exposição e o compromisso dos administradores. No mercado americano, a exigência de maior transparência é instrumento eficaz de redução dos custos de agência, permitindo aos investidores pouco representativos do capital social maximizar o monitoramento sobre a administração, a cobrança das metas corporativas anunciadas e a fiscalização dos abusos dos planos de opção de compra de ações. É neste sentido que a adesão das companhias aos níveis diferenciados de governança corporativa propostos pela Bovespa requer melhorias nos padrões de divulgação de informações. Resumindo, a plena divulgação de informações é ferramenta de monitoramento dos investidores e termômetro do comprometimento de empresários e executivos.

Transparência e Regulação

Um outro caminho para se reduzir a assimetria de informações no mercado seriam os estímulos de regulação. Aqui, o postulado básico universal é que o investidor bem informado estará adequadamente protegido. Regular a política de *disclosure* das companhias é sempre sinônimo de procurar assegurar a confiança do investidor e a integridade do mercado de capitais. O exemplo do mercado americano mais uma vez é emblemático.

Em 2001, na esteira da *débaçle* das ações pontocom, a SEC anunciou a Reg FD (*Regulation Fair Disclosure*) procurando corrigir basicamente dois problemas: a acesso diferenciado às informações das companhias e o relaxamento das áreas de *compliance* das casas financeiras. Em 2002, na resaca dos escândalos corporativos, a reação regulatória dá-se pela aprovação da Lei Sarbox, cujas provisões foram materializadas

em diversas regras complementares já aprovadas. Por exemplo, o release 33-8182, que regula o *disclosure* do conteúdo informacional do 'relatório da administração' (*management discussion and analysis - MD&A*), obrigando-o a incluir considerações acerca das transações, obrigações e operações não consolidadas (*off balance sheet*). O release 33-8177, que exige a presença e a divulgação da qualificação de ao menos um membro especialista em finanças no comitê de auditoria, além de exigir a publicação de um código de ética a ser observado pelos executivos seniores. A chamada Reg G, com o objetivo de conciliar as informações "pro forma" com o padrão US GAAP. Constam ainda: *Disclosure* de transações envolvendo administradores e principais acionistas (Seção 403), prescrição de regras para o controle interno dos procedimentos utilizados na preparação dos relatórios financeiros, além de obrigações de divulgar de forma "rápida e atual" qualquer informação que possa representar uma alteração material nas condições financeiras ou nas operações da companhia.

Assim, enquanto que a Reg FD endereça basicamente o problema do acesso diferenciado/ seletivo às informações, na Sarbox a preocupação primeira é com a extensão/abrangência das informações divulgadas.

Como os escândalos recentes envolveram desvios éticos de omissão e manipulação de informações pelas companhias com a complacência dos auditores, a Lei Sarbox dedica ainda três capítulos inteiros ao tratamento das penalidades por crimes de fraudes contábeis e corporativas, trazendo à ordem do dia a questão fundamental do *enforcement* regulatório. É o *enforcement* que garante o substrato de legalidade, o teor de veracidade e o selo de confiabilidade dos relatórios financeiros publicados. Os inúmeros processos contra executivos e conselheiros das empresas envolvidas nos descalabros corporativos, bem como o recente *settlement* bilionário que os bancos de investimentos foram obrigados a assinar com a SEC, são evidências exemplares de que os relatórios financeiros deverão ser crescentemente mais críveis.

A título de exemplo, uma pesquisa interessante⁷ sobre os fatores que influenciam a qualidade das informações divulgadas em mercados do leste asiático – mais especificamente em Hong Kong, Singapura, Malásia e Tailândia –, registra que ape-

(5) Hermes Principles, in Hermes Governance Code, www.hermes.co.uk

(6) Seleccionamos três deles: Forker, J. 1992 Corporate Governance and Disclosure Quality, *Accounting and Business Research*, vol.22, n. 86, pp 111-124; Arcaj, M., Vázquez M., 2001 The relationship between corporate disclosure, governance rules and other characteristics of the company, Working Paper, Universidade de Santiago de Compostela e Wright, D. 1996 Evidence on the relation between corporate governance characteristics and the quality of financial reporting, Working Paper.

(7) Este trabalho deu origem a dois artigos: Ball, R., Kothari, S. P., Robin, A. 2000 The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting & Economics* 29, 1-52 e Ball, R., Robin A., Wu, J. 2000 Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries, and implications for acceptance of IAS. Working Paper. University of Rochester.

sar destes países possuírem bons padrões contábeis, além de características de regime dos países de *common law*, o nível de transparência dos relatórios financeiros é ruim. Concluem os autores que isto se dá pelo fato de não existir uma demanda consistente por transparência (propriedade concentrada como no Brasil) e pelo fato de o nível de *enforcement* ser fraco.

A atuação conjunta do Congresso americano e da SEC sugere três alvos regulatórios para o tratamento das questões de *disclosure*: acesso igualitário às informações, extensão mínima das informações divulgadas pelas companhias e aplicabilidade prática das penalidades previstas pelo não-cumprimento da letra da lei. No Brasil, conforme vimos na seção anterior, dados os padrões de propriedade e o modelo de governo das companhias, a questão do acesso preferencial às informações se torna prioritária. A CVM, através da instrução n.º 358, endereça acertadamente esta questão. Quanto ao *enforcement*, entretanto, são sabidas as limitações da CVM, escapando para alçadas não-especializadas do nosso Judiciário o tratamento penal/criminal recomendável.

Já a extensão do *disclosure* constitui matéria de regulação extremamente delicada. Dadas as diferenças nas estruturas de organização competitiva entre os diversos setores, padrões de *disclosure* ótimo variam de caso a caso. Por exemplo, informações sobre detalhamento dos investimentos em pesquisa tecnológica podem ser pouco significativas no setor de mineração, mas são dados estratégicos para as empresas de TI. Dados de *market-share* são informações insossas no negócio de geração de energia, mas fundamentais para os investidores do mercado de bens de consumo. Assim, informações idênticas podem gerar conteúdos de conhecimento bastante diferenciados e, portanto, repercutir de forma diversa em cada mercado.

Adicionalmente, qualquer política que regule a abrangência do *disclosure* corporativo supõe a adoção de um padrão contábil subjacente. O mercado americano sugere o US GAAP, a Comunidade Européia prefere o IFRS. O fato é que não existe evidência empírica até o momento que endos-

se uma superioridade definitiva de qualquer um dos dois. Estudos mais recentes chegam a criticar a situação de monopólio geográfico destes padrões, sugerindo a possibilidade de livre escolha entre os dois pelas companhias⁸. Opções à parte, o importante, neste caso, é que se adote, como referência, qualquer padrão contábil que posua basicamente duas características: aceitação ampla e credibilidade.

Preocupação primeira dos órgãos reguladores tem sido buscar proteção dos investidores sem comprometer a competitividade das companhias. Dado o patamar relativamente conservador de informações exigidas em nosso mercado, parece-nos haver ainda razoável espaço para um incentivo regulatório neste sentido, sem representar maiores riscos para as companhias.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 Desempenho em R\$ até março de 2003

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	288,68%	160,64%	-5,26%
36 meses	67,88%	21,19%	-36,50%
12 meses	22,87%	10,23%	-15,56%
6 meses	16,71%	24,30%	31,95%
3 meses	-0,86%	-0,71%	0,02%

Valordacotaem31/03/2003 = 35,726814116

Uma Agenda para a Transparência

A transparência é um processo de comunicação. E como tal, deve observar os fundamentos desta disciplina. Do ponto de vista da comunicação corporativa, pesquisas empíricas mostram que muitas vezes os receptores (investidores, analistas) decepcionam-se com os padrões de qualidade da mensagem oferecida e, da outra parte, emissores (empresários, administradores) frustram-se com a resposta percebida pelos seus esforços⁹. O desafio de calibrar adequadamente o conteúdo informativo da política de transparência das empresas é uma agenda prática relevante para qualquer mercado.

A *PriceWaterhouseCoopers* desenvolveu um modelo interessante para ajudar as companhias a melhorar sua comunicação corporativa¹⁰. Segundo este roteiro, o conteúdo das informações deve abranger quatro grandes blocos:

i) Visão do mercado: Descrição do ambiente econômico, competitivo e regulatório incluindo não apenas o retrato do cenário atual, mas fundamentalmente a expectativa da administração. O objetivo é permitir que se possa inferir se a administração está otimista ou pessimista, a partir da leitura de sua percepção quanto à dinâmica da indústria e à posição competitiva da companhia neste ambiente.

ii) Estratégia do Valor: Explicação clara da estratégia da companhia para criar valor sustentadamente no longo prazo para os acionistas. A idéia aqui é apresentar os objetivos e metas para criação de valor, a estratégia de gestão de riscos e o desenho organizacional da companhia compatível com as metas estratégicas anunciadas. Imprescindível a presença da exposição das estruturas de alinhamento de interesses entre os acionistas, como por exemplo, o sistema de incentivos dos executivos atrelado à performance.

iii) Administração do Valor: Análise dos indicadores financeiros utilizados para monitorar o risco de performance financeira e a criação de valor dos diversos negócios. Neste capítulo, deve-se fazer compreender como a administração financeira está associada à estratégia de

valor. Parâmetros como custo de capital próprio, retorno sobre o capital investido, valor econômico adicionado, deveriam estar presentes na análise, bem como uma segmentação detalhada dos resultados e riscos associados a cada unidade de negócios.

iv) Plataforma do Valor: Relato das ações da administração para executar a estratégia de criação de valor. Aqui, deve-se apresentar as informações sobre vetores críticos determinantes do valor futuro da companhia, como por exemplo, inovação, desenvolvimento das marcas, relacionamento com consumidores, cadeia de fornecimento, cultura de pessoal e reputação corporativa.

Idealmente, os investidores deveriam poder tomar decisões de investimento a partir da mesma base de informações gerenciais que ampara as decisões dos administradores. *Second best*, a idéia básica é a de permitir que os investidores possam iden-

(8) Por exemplo, Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer A., 2003. *Following the Money: The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure*, R. R. Donneley, Virginia e Steil, B. 2002 *Building a Transatlantic Securities Market*. Council of Foreign Relations, New York.

(9) Veja, por exemplo: DiPiazza Jr., S., Eccles, R., 2002 *Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons, New York e *PriceWaterhouseCoopers*, 2002 *Casting Value: Improving Corporate Disclosure in the Metals Industry*.

(10) Trata-se do *ValueReportingFramework* TM, in www.valuereporting.com

tificar os objetivos corporativos, compreender as estratégias de criação de valor e avaliar oportunamente (*timely*) as ações dos administradores neste percurso.

Este seria um roteiro de referência. Está claro que o conteúdo informativo do material de comunicação deve respeitar as nuances dos setores e as particularidades das companhias – sendo papel da área de Relações com Investidores encontrar seu formato ideal. Leitores atentos dos relatórios financeiros, nossa experiência na Dynamo indica que determinadas ausências – algumas costumeiras – são consideradas lacunas sensíveis, comprometendo a melhor avaliação das empresas, como por exemplo: demonstração do fluxo de caixa, demonstrações de resultados trimestrais consolidadas, análise das vantagens comparativas e da estratégia competitiva, explicação dos critérios para provisões, balanços social e ambiental, performance segmentada por unidade de negócios, exposição dos parâmetros de avaliação e remuneração dos executivos, análise minuciosa dos efeitos não-

recorrentes, descrição detalhada da natureza e dos termos das transações entre partes relacionadas.

O relatório anual da AmBev, recentemente divulgado, é um bom exemplo de comunicação para uma companhia aberta. Elementos importantes dos quatro blocos acima descritos encontram-se lá: Descrição da estratégia de crescimento e de criação de valor, identificação das metas corporativas, *insights* sobre as decisões práticas para atingi-las, segmentação das unidades de negócios, análise pertinente dos indicadores de resultados, explicação dos resultados não recorrentes, apresentação da cultura corporativa, exposição dos sistemas de mensuração de performance, descrição dos critérios para distribuição dos resultados. É interessante observar que para cada meta corporativa (crescimento de receita), identifica-se a oportunidade (aumentar o “share de estômago”⁽¹⁾), apresentando a tática visualizada pela companhia para atingi-la (associar cerveja às refeições) e como levá-la à prática (trabalho conjunto com em-

presas de *fast food*). A mensagem aos acionistas apresenta uma descrição detalhada da estratégia corporativa de longo prazo: aproveitar as oportunidades de melhorias na cadeia de valor da indústria, aumentar a eficiência da rede de distribuição, rentabilizar o negócio de refrigerantes através das práticas bem sucedidas no segmento de cerveja, capturar obsessivamente as oportunidades de redução de custo, enfim, “todos na Ambev estão focados em atingir resultados sustentáveis de longo prazo”⁽²⁾.

Para a precificação adequada de uma ação, concorrem inúmeros fatores; a transparência corporativa é um deles. Não é à toa que a AmBev vem sendo negociada consistentemente com um prêmio sobre as demais empresas em nosso mercado. Seguindo este exemplo, parece-nos recomendável que companhias preocupadas em reduzir seus custos de capital se proponham a percorrer o caminho da transparência.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2003.

(1) Expressão usada para designar a participação da cerveja no consumo total de líquidos ingeridos pelo brasileiro.

(2) Ambev, Relatório Anual, pág. 5.

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
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
1ºTrim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2ºTrim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3ºTrim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4ºTrim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1ºTrim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2ºTrim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3ºTrim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4ºTrim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06

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

Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados ou receber essa carta por e-mail, ligue para a Dynamo, ou envie uma mensagem para: dynamo@dynamo.com.br

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