

# CARTA DYNAMO 25

Uma publicação da DYNAMO Administração de Recursos Ltda. – 4º Trimestre de 1999

## NOSSO DESEMPENHO

Um ótimo trimestre encerrou um ano que começou mal e terminou acima de nossas expectativas. A queda da taxa de juros real acabou acontecendo antes do esperado, ainda que por razões inesperadas. A alta da inflação a partir de agosto sem a contra-partida da elevação da taxa de juros nominal pelo Banco Central antecipou este movimento, que só esperávamos acontecer ao longo do ano 2000.

O Dynamo Cougar terminou o ano com um ganho de 203% em reais (105% em dólares). No mesmo período, o Ibovespa médio subiu 151% e o FGV-100, 220%. (consideramos que o FGV-100 esteja inflado artificialmente em cerca de 12% por conta de Lightpar).

Desde o início de suas operações em 1/9/93, o Dynamo Cougar rendeu 1.001,2% ou o equivalente a 46,1% ao ano (ambos medidas em dólares). Comparativamente, no mesmo período o Ibovespa e o FGV-100 renderam 227,6% e 184,7% (20,6% e 17,9% ao ano, respectivamente). Nos últimos cinco anos, nosso fundo rendeu 129,6%, ou o equivalente a 18,1% ao ano, versus o Ibovespa que rendeu 85,5% (13,2% ao ano) e o FGV-100 que caiu 1,8% (todas as variações em dólares).

Realizamos um levantamento interno sobre os maiores fundos de ações dos doze administradores mais importantes do Brasil. A rentabilidade média, em reais, destes fundos foi de 213,6% nos últimos cinco anos. No mesmo período, o Dynamo Cougar rendeu 385,6%, enquanto o Ibovespa e o FGV-100 renderam 292,2% e 107,6% respectivamente. Apenas um fundo teve rentabilidade superior no período; quando consideramos um período mais longo – desde 1994 ou desde o início do nosso fundo – o Dynamo Cougar apresenta a melhor rentabilidade entre todos os fundos de ações que acompanhamos.

Estes bons resultados não foram alcançados de forma linear. Ao contrário, a volatilidade e irregularidade dos resulta-

dos foram muito acima do que gostaríamos. Nos últimos cinco anos, tivemos apenas dois anos positivos em dólares (embora apenas um ano negativo em reais). Vale notar também que nossa filosofia de investimento tende a gerar uma boa proteção para mercados ruins. Com exceção da queda da bolsa registrada após a crise da Ásia, esta foi a tendência em todas as demais épocas de mercado em baixa. Esta proteção não significa que abrimos mão de valorizações significativas em anos bons. O único período longo em que o Dynamo Cougar rendeu consistentemente abaixo do mercado foi nos primeiros nove meses de 1997 (o pior ano de nossa história, como pode ser constatado). Isto posto, é inegável que em movimentos bruscos de alta, nosso fundo tende a render menos do que o mercado num primeiro momento; as ações que temos em nossa carteira geralmente reagem depois das blue chips. Esta é uma das características da nossa forma de investir.

Estas considerações são muito importantes para reforçar uma convicção permanente da Dynamo. Como continuamos incapazes de prever, com segurança, os movimentos de curto prazo das ações de companhias brasileiras, a única forma de conseguirmos bons resultados é investir com um horizonte de longo prazo. Neste contexto, é gratificante poder constatar que os resultados efetivamente alcançados ratificam nossas convicções.

Na verdade, acreditamos que pouquíssimos investidores são capazes de prever os acontecimentos de curto prazo com uma precisão estatisticamente aceitável. Aliás, o ano de 1999 foi implacável com os economistas, cujas previsões unanimemente sombrias para o mercado e para a economia brasileira foram olímpicamente arrasadas. É impossível não lembrar a opinião de Warren Buffett sobre

*Continua...*

## O DILEMA DOS PRISIONEIRO E A LEI DAS S.A.

Dois conspiradores são presos e colocados em celas separadas sem comunicação. Um acordo lhes é oferecido: se apenas um confessar, estará livre mas o outro pegará dez anos de cadeia. Se nenhum dos dois confessar, ambos pegarão cinco anos de cadeia. Se os dois confessarem, pegarão oito anos de cadeia. O dilema consiste no fato de que a melhor decisão para cada um individualmente (confessar) pode ter consequências adversas para os dois em conjunto, enquanto a melhor decisão coletiva (silêncio) pode ter consequências individuais adversas.

Esta é a analogia clássica usada para descrever o problema da ação coletiva. A melhor decisão individual prejudica o grupo como um todo. Pior ainda: quando a situação se estende para muitas pessoas, se todos se esforçam para prover o bem coletivo e eu não, obtenho benefício sem custo. Se ninguém o faz, não há porque me propor a fazê-lo. Se todos pensam como eu, o bem coletivo não é produzido nunca. O paralelo com a situação do mercado de capitais no Brasil é inevitável. O altíssimo custo de capital do mercado brasileiro vem estimulando um número significativo de empresas a fazerem ofertas para fechamento de capital. Estas ofertas geram o problema clássico da ação coletiva: a melhor decisão para cada investidor é vender, pois a ação deve perder liquidez e interesse do mercado; mas a melhor decisão para o grupo é não vender até que os controladores paguem um preço justo. Por esta razão, é não só justificável, como também desejável, que as autoridades reguladoras ajam no sentido de diminuir a vantagem que os compradores têm sobre os vendedores, regulando as ofertas públicas de compra de ações por parte de controladores.

Estas ofertas públicas são apenas uma das consequências do problema crônico do mercado de capitais no Brasil. Na verdade, este problema talvez nunca tenha sido tão grave quanto no início de 1999, mas, por

**TABELA I - DESEMPENHO EM US\$  
ATÉ DEZEMBRO DE 99**

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	129,64%	-1,81%	85,45%
36 meses	55,16%	42,15%	40,25%
12 meses	104,64%	116,46%	69,49%
6 meses	54,16%	55,24%	47,71%

Valor da cota em 30/12/99 = 20,526374641

*Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura.*

outro lado, talvez nunca tenha estado tão próximo de uma melhora significativa quanto agora. Alguns grupos do governo e da oposição perceberam que um ciclo sustentável de crescimento no país esbarra num problema sério de falta de fontes de financiamento. A única fonte de capital de longo prazo no país é o Sistema BNDES, cujo orçamento é, proporcionalmente às dimensões da economia brasileira, cada vez mais limitado. O mercado de capitais não é uma alternativa viável, dado os baixos múltiplos das ações de empresas brasileiras. É óbvio que o ambiente econômico muito instável atrapalha um mercado de capitais saudável, mas o arcabouço jurídico de proteção aos investidores no país pode ser melhorado.

Neste sentido, começou a tramitar recentemente no Congresso um projeto do Deputado Emerson Kapaz contendo aperfeiçoamentos importantes para a Lei das S.A. vigente. As principais alterações da atual versão do projeto (que está disponível para consulta no site [www.kapaz.com.br](http://www.kapaz.com.br)) estão resumidas no quadro que acompanha esta Carta.

De maneira geral, entendemos que a Lei atual tem grandes qualidades, tanto é que existe desde 1976 com apenas uma mudança material (a Lei Kandir), fato raro em se tratando de legislação brasileira. No entanto, há que se aperfeiçoá-la pois, em nossa opinião, ela foi concebida para um mercado de capitais crescente, onde as forças de mercado seriam suficientes para gerar os incentivos necessários às boas práticas societárias. Como destacamos no início da Carta, esta não é a situação atual no Brasil. Várias empresas importantes estão fechando o capital sem contrapartida de novas sociedades abertas, diminuindo efetivamente o tamanho do mercado.

Quando o interesse do controlador passa a ser tirar sua empresa do mercado, nasce um conflito de interesses terrível e, na atual conjuntura, impossível de ser administrado. Isto por que a punição de mercado à empresas com más práticas societárias é uma ação (preferencial ou ordinária fora do controle) com baixa cotação, justamente o que o controlador deseja neste caso. Esta situação

gera circunstâncias quase surrealistas; não foram poucas as ocasiões onde nos vimos tentando convencer executivos que suas empresas eram muito melhores do que eles próprios declaravam. Em um caso específico onde a empresa tinha um alto volume de empréstimos para o próprio controlador (prática, aliás, a ser explicitamente proibida no projeto do Deputado Kapaz), tivemos que argumentar que a qualidade do crédito era melhor do que a percebida pelo próprio devedor.

Em qualquer projeto de alteração da Lei das S.A. cujo objetivo seja aumentar o grau de proteção do acionista minoritário, a grande discussão sempre é sobre as ações preferenciais. De um lado, há os que defendem a extinção desta classe de ações, pois acreditam ser impossível construir uma sociedade justa com ações não votantes. Do outro lado, há os que defendem que investidores de mercado não estão interessados em votar e, portanto, ações preferenciais sem direito de voto são um instrumento legítimo; tanto é assim que investidores externos vêm investindo grandes volumes no mercado brasileiro.

Vemos méritos nos dois argumentos. Concordamos que as preferenciais desempenharam um papel importante no crescimento e no sucesso de várias companhias familiares brasileiras nos últimos 25 anos. Se não fosse possível emitir ações sem direito de voto, a maioria destas empresas teria limitado seu crescimento de modo a não perder o controle acionário. Por outro lado, a possibilidade de se controlar uma companhia com apenas 16,7% do capital (ou até menos se for utilizada uma estrutura piramidal), permite inúmeros abusos de controladores inescrupulosos, principalmente em um país onde a justiça é muito lenta e não especializada no assunto. Como estes abusos vêm sendo praticados com frequência crescente, investidores com visão de longo prazo vêm se afastando do mercado brasileiro, o que deruba o preço de nossas ações, desestimulando empresas a abrirem seu capital e estimulando os controladores a comprarem suas empresas de volta.

Numa certa contra-mão da evolução recente dos fatos, alguns respeitáveis analistas

de nosso mercado vêm inclusive defendendo a idéia de se permitir a criação de classes de ações ordinárias com super-poderes de voto, isto é, com mais votos do que outras classes de ordinárias. Tal como no caso das preferenciais, este sistema permite às empresas familiares captar mais recursos do mercado sem perder o controle. Citam como exemplo o mercado americano, onde de fato é possível controlar uma empresa com menos de 1% do capital total. Na verdade, no sistema brasileiro já temos nossas super-ações, pois as ações de controle valem 6 vezes mais do que as demais (100/16,7%). O sistema americano tem como principal vantagem a possibilidade de se tratar todos os minoritários da mesma forma, pois todos possuem a mesma classe de ação, o que resulta também em uma maior liquidez. A defesa deste sistema só faz algum sentido se contemplar alguns direitos mínimos para os acionistas minoritários como, por exemplo, a possibilidade de eleição de membros do conselho ou de venda de suas ações em condições equânimes em casos de troca de controle.

Embora reconhecendo algumas vantagens, não acreditamos que esta seja uma boa idéia para o Brasil. Dada a lenta evolução de nosso sistema de justiça, o resultado mais provável de uma regra como esta, onde o interesse econômico fica tão frontalmente dissociado do político, seria um grande aumento dos casos de abuso do controlador, agravando ainda mais o problema atual.

## O PROJETO EM QUESTÃO

No quadro que acompanha esta Carta, estamos resumindo as principais mudanças que constam do projeto do Deputado Kapaz, além de incluir nossas sugestões, onde cabível. O desenho societário que entendemos ser o mais apropriado não inclui a extinção das ações preferenciais. Ao contrário, achamos que faz mais sentido melhorar as condições dessas ações, criando vantagens econômicas que signifiquem uma verdadeira preferência. Além disso, também seria razoável conceder alguns direitos políticos às ações preferenciais, que poderiam, in-

### Continuação...

analistas financeiros que fazem previsões de preços de ações no curto prazo: "Há muito tempo suspeito que a única razão por que eles existem é fazer com que as cartomantes pareçam respeitáveis" (tradução livre de: "I have long felt that the only reason they exist is to make fortune tellers look good").

### PERSPECTIVAS / INTERNET

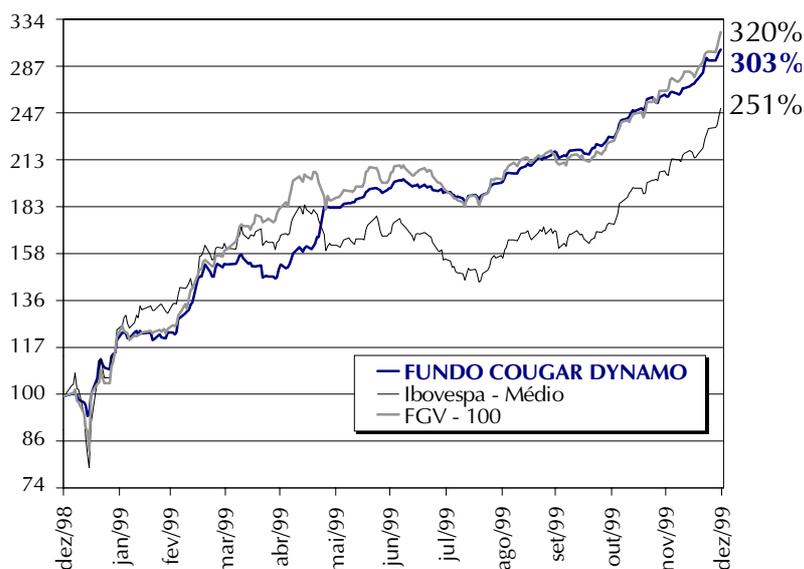
Após um ano em que o valor da cota do Dynamo Cougar triplicou, é difícil afirmar que continuamos otimistas. No

entanto, a qualidade de nossa principais posições combinada com múltiplos ainda baixos nos deixa muito confortáveis com a situação atual. Mesmo após a expressiva alta do último trimestre, a média ponderada dos P/L's de nossa carteira estava ainda abaixo de 7; o múltiplo de fluxo de caixa (EV/EBITDA) estava em cerca de 3,5 (em ambos os casos, usamos como base nossas próprias estimativas para o ano 2000). Se a taxa de juros real cair para patamares mais civilizados, como esperamos, o equilíbrio entre oferta e procura de ações no Brasil certamente se

dará em um nível acima do que terminou o ano, mesmo que a situação geral do país não apresente melhoras significativas.

Finalmente, não há como não comentar sobre o início do fenômeno Internet na bolsa brasileira ocorrido em dezembro. Vimos estudando o tema com profundidade há alguns meses e, embora tenhamos dificuldades em entender a racionalidade da valorização da maioria das empresas do setor, não temos a menor dúvida de que impacto que a Inter-

## DYNAMO COUGAR X IBOVESPA X FGV - 100 EM 1999 - US\$ COM. VENDA



Desde 31/12/98 (em US\$ Com. Venda - Escala Logarítmica - Base 100 = 12/98)

clusive, ser exercidos ou aumentados temporariamente se e enquanto as vantagens econômicas não forem satisfatórias.

Os principais pontos da versão atual do projeto em pauta são:

1. Um assento no conselho de administração para os acionistas preferenciais desde que detenham pelo menos 15% do capital total;
2. Volta da obrigação de oferta pública pelas ações ordinárias minoritárias em casos de troca de controle, embora com um deságio de 20% em relação ao preço de venda do controlador;
3. Obrigação dos controladores das empresas com menos de 20% do capital total em poder do público a formularem ofertas públicas para fechamento de seu capital;
4. Nos casos acima, o preço mínimo para fechamento de capital deverá ser o valor patrimonial ou econômico, se previsto em estatuto;

5. Inclusão de empréstimo ao controlador e incorporação por sociedade controladora como casos de conflito de interesses previstos no artigo 115;
6. Atribuição do direito de voto aos acionistas preferenciais em Assembléias convocadas para deliberar sobre questões de conflito de interesses.
7. Operações de fusão e incorporação voltam a resultar em direito de recesso aos acionistas dissidentes (excetua as empresas a serem privatizadas).

### NOSSAS SUGESTÕES

Nossas principais sugestões à atual versão são as seguintes:

1. Novas ações preferenciais emitidas a partir da mudança da Lei teriam que ter direito a um dividendo mínimo prioritário, não cumulativo, de 6% ao ano sobre o valor patrimonial. A atual preferência da grande maioria das ações preferenciais de empresas brasileiras - em troca da qual elas perdem seu direito de

voto - é a prioridade no reembolso de capital. Ora, a única possibilidade de uma empresa reembolsar o capital acontece quando ela é liquidada, situação na qual o mais provável é que já não haja capital nenhum a ser restituído. Trata-se portanto de uma preferência sem nenhum valor prático.

Este dividendo mínimo prioritário não cumulativo significa que, até que as preferências recebam 6% ao ano sobre o valor patrimonial, as ordinárias não recebem dividendos. Ele não obriga, no entanto, as empresas a distribuírem mais do que os atuais 25%; pode ser que seja do interesse do controlador fazê-lo, pois isto aumenta as chances dele também receber algum dividendo. Pela mesma razão, os controladores deverão ser mais cuidadosos com investimentos que gerem retornos baixos mas são supostamente estratégicos ou com investimentos que resultem em uma redução imediata dos resultados para ganhos futuros.

Os fatores citados acima podem gerar um desincentivo de mercado à emissão de novas preferências. O controlador que decidir alavancar-se com preferências no limite da Lei corre muito mais risco de ficar sem dividendos. Por outro lado, se a companhia emitir apenas ordinárias, os dividendos serão iguais para todos. Por esta razão, esta é a forma mais eficaz de se alinhar os interesses de controladores e minoritários. Se não fosse por questões ligadas a direitos adquiridos, entendemos que mesmo as atuais ações preferenciais deveriam passar a ter este direito após um período curto pré-determinado.

Vale registrar também que é importante fazer com que a base de cálculo para os dividendos seja o valor patrimonial e não sobre o valor do capital social como é o caso de várias companhias brasileiras. Além do valor do capital não ter nenhum significado prático - é apenas uma figura contábil, mesmo que importante - seu valor é fixo no tempo enquanto o valor patrimonial se ajusta anu-

net causará nos próximos anos será gigantesco. Aliás, temos percebido que um erro que cometemos até há poucos meses tem sido comum a outros investidores no Brasil. A irritação causada pela dificuldade de justificar o valor de mercado das empresas e pela necessidade de se habituar em alta velocidade a novos paradigmas era, inicialmente, tão grande que acabávamos transformando-a em ceticismo com relação a internet. Qualquer pessoa que tenha acessado a rede com alguma frequência, percebeu que não há como ser cético neste caso, o

que não quer dizer, de forma alguma, que todas as empresas serão ganhadoras. Ao contrário, a maioria será perdedora. Como sempre, - e mais do que nunca, há que se estudar caso a caso.

Acreditamos também que especialmente num país onde a Internet chegou mais tarde, como no Brasil, as empresas tradicionais que investirem em negócios eletrônicos terão uma enorme vantagem competitiva em relação às empresas nascentes, pois a criação de marcas novas em períodos muito curtos é proibitivamente cara, mesmo para negócios com custo de capital tão baixo.

Neste sentido, é provável que a alta de dezembro, já por conta de efeitos futuros da internet, seja justificada no caso de algumas empresas. É preciso estudar muito bem cada uma delas para tentar diferenciar as boas histórias que podem se tornar realidade daquelas que continuarão sendo ficção para sempre. Nosso fundo tem uma exposição razoável ao setor via, principalmente, posições em algumas empresas de varejo e telecomunicações onde ainda é possível adquirir indiretamente negócios de Internet pagando múltiplos típicos de companhias brasileiras tradicionais.

almente em valor equivalente ao próprio resultado da empresa.

2. Achamos também que seria razoável mudar a atual forma de eleição do conselho fiscal. Para efeito da eleição do membro de desempate do conselho fiscal, passaria a valer o percentual do capital total. Por exemplo, se forem três membros, um é eleito pelos controladores, outro pelos acionistas preferenciais e o terceiro é eleito por todos os acionistas presentes à Assembléia; se forem cinco membros, os controladores elegem mais um, os ordinários minoritários elegem outro, e o quinto membro é eleito por todos os presentes. Uma alternativa talvez aceitável seria que este formato de eleição fosse adotado apenas se os dividendos prioritários não forem pagos por três anos consecutivos. Talvez fosse melhor ainda determinar um percentual mínimo a ser pago nos últimos três anos.
3. Nesta questão dos dividendos, a lei atual garante o direito de voto apenas às ações preferenciais que têm direito à dividendo mínimo e não o recebem por três anos consecutivos. Entendemos ser razoável que qualquer ação preferencial adquira direito de voto se a companhia deixar de pagar dividendos por três anos.
4. Nos casos de direito de retirada e fechamento de capital, o projeto atual exige como preço mínimo o valor patrimonial ou econômico, se previsto em estatuto. Como o valor econômico de várias empresas tende a ser maior do que o valor patrimonial (principalmente se acreditamos em queda da taxa de juros real da economia brasileira), seria muito mais

justo que o preço nesses casos fosse o maior dos dois valores.

A grande questão não contemplada no projeto nem em nossas sugestões diz respeito à possibilidade da obrigação de oferta pública também por ações preferenciais em situações de troca de controle. Esta questão do prêmio de controle merece uma Carta inteira dada sua complexidade. Se por um lado achamos que não há como justificar que um alto prêmio de controle seja percebido apenas por uma pequena parcela dos acionistas, entendemos o argumento de que o *tag along* compulsório\*, mesmo que por preço diferenciado para as preferenciais, pode ser uma ruptura e não apenas um aperfeiçoamento da atual lei.

É mais justificável, portanto, que a lei seja alterada no sentido de se melhorar as atuais ações preferenciais tanto em termos de proteção contra abusos quanto em termos de alinhamento de interesses com os do controlador. Tanto melhor que isto seja feito menos via instrumentos coercitivos do que via criação de incentivos de mercado.

Para as boas companhias que vêm obtendo bons resultados e distribuindo bons dividendos, nada mudará na prática, exceto uma provável redução substancial de seus custos de capital.

No entanto, nada mais justo e democrático do que, quando os resultados ficam ruins e assim permanecem por muito tempo e a companhia esteja muito alavancada junto aos minoritários, que todos os acionistas passem a ter direitos políticos que, em uma situação normal, não precisariam ter.

Para terminar, como dissemos acima, algumas companhias estão se antecipando

do às mudanças e, por sua própria conta, estudando alterações estatutárias no sentido de modernizar seus desenhos societários. Estamos particularmente otimistas com a Utrapar, empresa que abriu seu capital recentemente e já declarou publicamente que garantirá alguma modalidade de *tag along* para as ações preferenciais em seu estatuto. A empresa é hoje uma das principais posições do Dynamo Cougar e nosso entusiasmo resulta do fato da companhia reunir os três fatores que mais procuramos nos investimentos que fazemos, quais sejam: (i) um bom negócio; (ii) administrado por pessoas íntegras, competentes e ativas; e (iii) um desenho societário que alinha totalmente os interesses de acionistas controladores, minoritários e executivos.

Estamos também analisando a implementação de medidas da mesma natureza para outra companhia importante de nossa carteira, e ainda iniciando conversas preliminares, mas no mesmo sentido, com uma grande empresa brasileira, bastante negociada em bolsa. Por já estudarmos o assunto há muito tempo, sabemos que esta não é uma mudança simples e que envolve uma tecnologia de concepção e implementação nada trivial. É nossa intenção, na próxima edição da Carta, entrar em maiores detalhes sobre o andamento dessas iniciativas.

(\*) O *tag along* voluntário é uma prática em evolução entre algumas empresas brasileiras que, no nosso entender, têm uma maior visão estratégica de médio prazo.

Rio de Janeiro, 20/01/00

## DYNAMO COUGAR X IBOVESPA X FGV-100 (PERCENTUAL DE RENTABILIDADE EM US\$ COMERCIAL)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1º Trim/98	16,55	16,55	675,66	18,15	18,15	126,83	15,07	15,07	261,14
2º Trim/98	-8,70	6,40	608,30	-19,40	-4,80	82,80	-19,60	-7,50	190,30
3º Trim/98	-33,50	-29,20	371,20	-27,20	-30,70	33,10	-33,40	-38,40	93,50
4º Trim/98	14,20	-19,10	438,10	-1,20	-31,50	31,50	-0,10	-38,40	93,30
1º Trim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2º Trim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3º Trim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4º Trim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58

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

**Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados,  
telefone para Dynamo, mande-nos um e-mail: [dynamo@dynamo.com.br](mailto:dynamo@dynamo.com.br)  
ou visite nossa página na internet: [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)  
DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

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

# ENCARTE

Este encarte é parte integrante da Carta Dynamo 25, uma publicação da DYNAMO Administração de Recursos Ltda.

## PRINCIPAIS MUDANÇAS PROPOSTAS PARA A LEI DAS S.A.

ASSUNTO	COMO É	MUDANÇA PROPOSTA	MUDANÇA IDEAL
Conflito de interesses Art. 115	Definição vaga do que é conflito; prefs não votam; o controlador se exime de votar, porém não há previsão para quando este é detentor de 100% das ords.	Inclui empréstimo ao controlador e incorporação por controladora como conflito; talvez dê direito de voto às prefs..	Reformular a redação; prefs. tem que votar
Direito de Recesso Art. 137	Exclui o direito em casos de fusão e incorporação se ações fazem parte de índice	Retorna este direito exceto para empresas a serem privatizadas que fizeram parte do índice	Perfeito
Fechamento de capital Art. 4, Par. 2º	Valor de ofertas para fechamento de capital são livres	Valor mínimo passa a ser valor patrimonial ou valor de econômico, se previsto em estatuto.	Deveria ser valor econômico ou patrimonial, dos dois o maior
Fechamento de capital Art. 4, Par. 3º	Ofertas voluntárias não implicam em fechamento de capital mesmo se por 100% da empresa	Empresas com menos de 10% de free float são obrigadas a fazer oferta para fechamento.	Empresas onde controlador passar a deter mais do que 80% do capital total será obrigada a fazer oferta para fechamento
Conselho de Admin. Para preferencialistas Art. 18, par. 2º	Não está previsto	Preferencialistas com mais de 15% do capital total podem eleger um membro do CA	Preferencialistas com mais de 15% das prefs. podem eleger um membro do CA Importante deixar claro que controlador com prefs. não podem votar
Oferta de compra para ordinários minoritários em mudanças de controle - Art. 254	Não está previsto	Novo controlador tem que fazer oferta para ords minoritários à 80% do preço de controle, excluindo empresas em programas de privatização	Desconto de 10% a 15% seria mais justo..
Conselheiro Fiscal dos prefs eleito pelo controlador Art. 161	Não é claro que controlador não pode votar pelas prefs.	Deixa claro que controladores não podem eleger pelas prefs.	Se a companhia não pagar dividendos por três anos consecutivos (Art.111), a maioria do Conselho Fiscal passa a ser eleita pela maioria do capital total *
Direito de voto para prefs caso dividendos não sejam pagos – Art. 111	Não é claro sobre quantos anos sem dividendos cria o direito de voto; só dá direito de voto para prefs com direito a dividendo fixo ou mínimo	Deixa claro que são três anos ou prazo menor se previsto em estatuto.	Perfeito em relação ao prazo. Muito importante que qualquer pref. ganhe este direito de voto e não apenas aquelas com dividendo fixo ou mínimo.
Emissão de ações prefs.	Livre, sujeita apenas aos 33%/66%	Inalterada	Novas ações prefs só poderão ser emitidas se tiverem direito a dividendo prioritário de 6% ao ano sobre o patrimônio do ano anterior **
Resgate de Ações Art. 44, par. 3º	Ações podem ser resgatadas a qualquer tempo por decisão dos controladores	Resgate só pode ser efetuado se aprovado por Assembléia da classe de ações	Perfeito
Juízo Arbitral Art. 109	Não há menção específica	Cria possibilidade de dirimir controvérsias entre sócios via júízo arbitral desde que previsto no estatuto	Talvez não seja necessário exigir artigo específico no estatuto

\* Se forem três membros: controladores elegem um, prefs elegem outro em votação em separado e o terceiro membro é eleito por todos os acionistas em votação em conjunto. Se forem cinco membros: controladores elegem dois, ords minoritários elegem um, prefs elegem outro (ambos em votação em separado) e o quinto membro é eleito por todos os acionistas em votação em conjunto.

\*\* As novas prefs receberiam dividendos antes das ords até completar 6% ao ano sobre o patrimônio. Depois as ords receberiam também até completar os mesmos 6%. A partir daí todas as ações participam em condições de igualdade. Não se altera a obrigação de distribuir pelo menos 25% do lucro líquido.

Outros assuntos cobertos no Projeto: Acordo de Acionistas, Conselho Fiscal de subsidiárias, emissão de ações sem direito de preferência, Constituição de Reservas de Lucros, Debêntures, Publicações.