

Carta Dynamo 27

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 2º TRIMESTRE DE 2000

O Falso Dilema

Como poderíamos esperar, a provável alteração na Lei das Sociedades Anônimas no Brasil está sendo precedida de um saudável debate. De um lado, os que defendem a manutenção da situação argumentam que a mudança proposta traz um excesso de proteção ao minoritário que destruirá com o nosso mercado de capitais. Do outro lado, os que defendem alterações mais radicais acreditam que as mudanças serão quase inócuas.

Existe uma literatura internacional crescente e de ótima qualidade que analisa questões ligadas aos mercados de capitais sob o prisma das estruturas legais de proteção aos acionistas minoritários*. A Dynamo vem estudando profundamente este assunto nos últimos dois anos e, por isso, achamos importante expor nossa visão sobre esta discussão.

O principal argumento daqueles que preferem não alterar a Lei das S.A. baseia-se na suposição de um falso dilema: ao prover maior proteção aos minoritários, a mudança na Lei destruirá o nosso mercado de capitais. Corroborando este argumento, citam o crescente número de empresas que, antecipando-se à mudança na Lei, estão fechando seu

capital. Questões conceituais à parte, esta linha de argumentação não sobrevive a uma análise mais detalhada dos fatos, como veremos adiante.

Maior proteção, melhores mercados

Todos os estudos publicados sobre mercados acionários concluem de forma inequívoca que uma maior proteção a acionistas minoritários resulta em mercados de capitais mais desenvolvidos, como é o caso

dos mercados americano e inglês.

A ideia de que investidores procuram mercados onde sentem-se protegidos é intuitiva. Na sua atual estrutura, com ações preferenciais e um acentuado desalinhamento de interesses entre acionistas minoritários e controladores, o mercado de capitais desenvolveu-se no Brasil ao longo das décadas de 70 e 80 apenas porque a demanda por ações era quase compulsória e por causa dos incentivos fis-

cais. A demanda era compulsória porque os grandes fundos de pensão estavam em fase de forte crescimento de ativos e precisavam diversificar seus investimentos. Além disso, através dos fundos 157 e Finor, investidores aplicavam parte do imposto devido em ações pouco importando desta forma a qualidade do ativo. Na medida em que ambos os fatores deixaram de ser relevantes, a demanda por ações reduziu-se drasticamente.

Nosso Desempenho

No primeiro semestre de 2000, as cotas do Cougar valorizaram-se 4,2 % em reais, levando o resultado acumulado desde o início de suas operações em 1/9/93 para 1.041 % em dólar, ou o equivalente a 42,8 % ao ano.

Nos últimos cinco anos, ou seja desde 30 de junho de 1995, as cotas do Cougar valorizaram-se 159,8 % em dólar, ou o equivalente a 21,1 % ao ano. Como pode ser visto no gráfico, este resultado compara-se favoravelmente com qualquer outro índice no período.

Dentre as principais posições do fundo, o resultado no semestre foi impactado favoravelmente pelas ações da Saraiva, Caemi e Eternit. Já as ações da Itaúsa, Coteminas e Ultrapar tiveram desempenhos abaixo do esperado no período, embora os fundamentos destas companhias tenham evoluído positivamente.

Contrariando as inúmeras previsões otimistas feitas no final do ano passado, a bolsa brasileira vem tendo um comportamento errático no ano 2000, tendo o Ibovespa fechado o semestre com uma variação negativa de 2%. Este fraco desempenho deve ser atribuído principalmente às dúvidas sobre a sustentação da economia americana bem como do seu mercado acionário. Lá, como aqui, o mercado tem oscilado muito mas terminou o semestre perto de onde começou. De outra forma, enquanto a grande questão sobre a economia americana concentra-se na eficácia da política de desaquecimento do FED, aqui no Brasil a situação é muito diferente.

Faz muito tempo que não percebemos tamanho consenso positivo sobre as perspectivas da economia brasileira. Os sinais de melhora são cada vez

* para os interessados, estamos nos referindo aos importantes resultados dos estudos acadêmicos de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Schleifer e Edward Glaeser (todos de Harvard), Robert Vishny e Luigi Zingales (Chicago) e Simon Johnson (MIT). A maioria destes estudos está disponível via internet no endereço <http://www.nber.org/papers/prog/CF.html>

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.

Tabela I - Desempenho em US\$ até junho de 2000

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	159,80%	26,78%	131,80%
36 meses	31,16%	17,85%	-20,81%
12 meses	59,66%	62,30%	-43,89%
6 meses	3,57%	4,55%	-2,59%

Valor da cota em 30/06/00 = R\$ 21,3901911154

mais evidentes em quase todos os setores. O interessante é que, pelo menos até agora, este aquecimento não teve nenhum impacto na inflação. A variação positiva de preços em 2000 foi causada principalmente pela alta dos preços de petróleo e, como no ano passado, pelas tarifas públicas.

A inédita disciplina fiscal do governo alterou a agenda das questões econômicas mais discutidas no Brasil. O déficit público e a política monetária perderam importância para uma discussão sobre os gargalos para o crescimento que se vislumbra. A prudência com que o governo vem reduzindo a taxa de juros explica-se muito mais pelo desejo de não acelerar demais a economia do que pelo temor de uma fuga de recursos financeiros de curto prazo. Não obstante, a tendência de queda é inexorável; é possível que a taxa de juros real caia para um dígito ainda este ano.

Neste cenário interno altamente positivo, um fator não vem sendo destacado como deveria. O valor dos investimentos estrangeiros diretos no país continua num ritmo de mais de US\$ 2 bilhões por mês. Há somente dez anos atrás, o Brasil vinha recebendo menos de US\$ 2 bilhões por ano! Embora a própria dependência criada por um nível tão elevado de entrada de recursos externos possa ser perigosa do

ponto de vista do equilíbrio macro-econômico, o grau de confiança na economia do país bem como o efeito multiplicador destes novos investimentos são altamente positivos.

É curioso notar que que esta expressiva melhoria no cenário macro-econômico não vem sendo acompanhada por uma melhoria análoga nem no mercado de ações (como mencionamos acima) nem no mercado da dívida externa brasileira. As empresas estrangeiras estão acreditando muito mais em nossa economia do que os investidores financeiros. No caso dos títulos da dívida externa, este descolamento pode ser atribuído em grande parte ao fato de que as principais agências de classificação de risco continuam excessivamente céticas em relação à qualidade de nosso crédito.

Já no caso do mercado acionário, acreditamos que este descolamento possa ser atribuído principalmente a baixa qualidade das ações disponíveis para investimento no Brasil. Notem que não estamos nos referindo à qualidade das companhias brasileiras, mas sim às suas ações que são negociadas em bolsa. É óbvio que a isenção do CPMF para operações em bolsa teria um efeito muito favorável, mas o surgimento de um verdadeiro mercado de capitais no Brasil depende de muito mais do que apenas de um tratamento fiscal justo.

O exemplo do Neuer Markt alemão é altamente ilustrativo. Este mercado foi criado pela própria bolsa alemã em 96 e o contrato privado exigido para listagem estabelece regras muito mais favoráveis aos acionistas minoritários do que as que prevalecem no mercado principal. O resultado foi impressionante. De 1949 a 1995, apenas 356 empresas abriram seu capital no mercado alemão. Ao final de fevereiro de 2000, 206 já haviam aberto seu capital no Neuer Markt, submetendo-se às restrições pró-minoritários deste mercado (para se ter uma boa comparação, apenas no ano de 1996, 598 empresas abriram o capital no Nasdaq).

Fechamentos de Capital

Analisando-se a questão pelo ângulo das possíveis consequências negativas, nosso ponto é que não se pode destruir aquilo que ainda não existe e fato é que não temos ainda no Brasil um verdadeiro mercado de capitais. A eficiência deste mercado é dada essencialmente pela capacidade de novas companhias financiarem seu crescimento através da abertura de capital e venda de ações ao público, o que, definitivamente, não vem ocorrendo no Brasil. De fato, a ausência de um mercado para que empresas com crescimento rápido possam se financiar é um forte obstáculo ao desenvolvimento de uma ati-

vidade estruturada e consistente de investimentos em companhias fechadas (fundos de *private equity* e *venture capital*), inibindo boa parte das boas iniciativas empresariais no país.

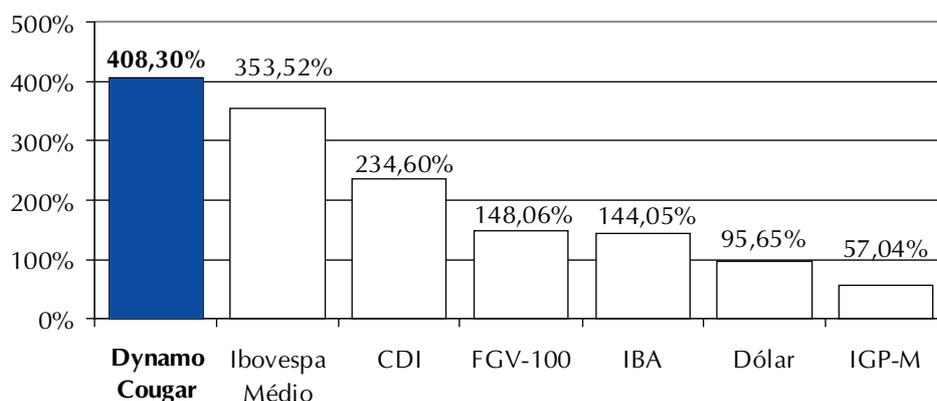
As estatísticas da CVM sobre abertura de capital estão poluídas por empresas cuja listagem em bolsa atende a objetivos outros que não a venda de ações ao público. Filtramos estes registros e chegamos a conclusão que apenas 7 empresas abriram seu capital através de oferta pública de ações desde 1996. Desde 1990, apenas 27 empresas. Em contrapartida, segundo dados oficiais da CVM, o número de empresas a fechar o capital nestes mesmos períodos

foi de 202 e 338, respectivamente.

No que diz respeito ao aumento recente dos casos de fechamento de capital, é preciso notar que a maioria das companhias importantes que saíram do mercado de ações no Brasil nos últimos anos são controladas por empresas estrangeiras. Estas empresas estão apenas arbitrando custos de capital. Como o múltiplo do mercado brasileiro é muito baixo, as companhias podem financiar-se em seus mercados principais e comprar ações baratas em nosso mercado. Esta tendência é particularmente notória em casos onde existe negociação prévia do controle como pudemos analisar na Carta anterior.

Mudanças na Lei à parte, acreditamos que esta tendência deverá acentuar-se no futuro próximo na medida em que continuar sendo possível arbitrar custos de capital de forma tão lucrativa. De certa maneira, este processo de depuração é saudável para nosso mercado pois as empresas que se vão nunca tiveram vocação nem interesse em serem companhias abertas no Brasil. Nosso problema está em que estas empresas não vêm sendo substituídas por novas.

Podemos explorar um pouco mais este ponto. Para que o nosso insípido mercado de capitais fosse destruído por uma fuga em massa das poucas empresas seria necessário primeiro saber de onde viriam os recursos para comprar as ações hoje em poder do mercado. No caso das empresas estrangeiras, a resposta é simples como visto acima. No caso das empresas brasileiras, a não ser que os controladores usassem recursos próprios, a questão ficaria mais complicada. Seria muito difícil, por exemplo, que o BNDES ou o IFC, talvez as duas únicas fontes tradicionais de recursos de longo prazo no Brasil, emprestassem re-



ursos para uma empresa fechar seu capital. Estas instituições normalmente só financiam empresas que estão na direção oposta.

Outra opção de recursos seriam os fundos de investimento em companhias fechadas (*private equity*). O problema é que estes fundos exigem das companhias, via acordos de acionistas, cláusulas de proteção de minoritários extremamente mais rigorosas do que está sendo proposto no projeto da nova lei. A última saída, e aquela citada com mais frequência, seria transferir a listagem da companhia para uma bolsa fora do Brasil. Ora, esta não é uma ameaça crível, pois é impossível encontrar um país que tenha uma bolsa forte e um mercado de capitais menos regulado do que o nosso.

Não resta dúvida portanto que, do ponto de vista da manutenção do processo de obtenção de benefícios privados do controle, qualquer das alternativas acima significaria um retrocesso para os controladores, mesmo quando considerados os avanços propostos para a nova lei.

Valor Econômico

Outro ponto do projeto de lei que tem gerado muita polêmica diz respeito à obrigação de se pagar o valor econômico em processos de fechamento de capital ou eventuais exercícios de direito de retirada. Se, por um lado, o direito das empresas fechar o capital é le-

gítimo e incontestável, por outro lado é importante que estes processos sejam conduzidos de forma justa e transparente. Como já dissemos inúmeras vezes, o conflito de interesses resultante da intenção de um controlador de fechar seu capital é impossível de ser gerenciado. Tal como em mercados onde existem condições quase-monopolísticas, a presença de um órgão regulador forte para arbitrar estas situações é imprescindível.

Quando a empresa abre seu capital, cabe aos investidores avaliar se o preço de emissão das ações é razoável. Se o preço não estiver em linha com o valor econômico, as ações não são vendidas. Embora exista uma desigualdade enorme no nível de informações e conhecimento sobre a empresa, os interesses estão razoavelmente alinhados pois a transparência interessa à empresa para que os investidores possam fazer a melhor avaliação possível. E a decisão final cabe aos investidores. Já quando a empresa está fechando o capital, o controlador se transforma em monopolista das informações e os interesses ficam irremediavelmente desalinhados pois aos acionistas minoritários não resta alternativa real que não seja a venda. Tentem imaginar um road show de fechamento de capital; os executivos procuram convencer os acionistas de que os negócios vão mal, que a gestão da empresa

nada pode fazer para melhorá-los, que a competição está apertando, etc. É surreal, mas é próximo do que de fato acontece.

Nada mais razoável portanto, que se defina o preço para fechamento de capital como sendo o valor econômico. Ao contrário da abertura de capital, este não é um processo onde os interesses dos agentes convergem para o nível onde é possível sair negócio. Por esta razão, faz-se necessário definir o valor econômico através de uma avaliação independente, o que está longe de ser um processo objetivo. A alternativa contemplada na nova Lei nos parece inteligente. O conselho de administração (leia-se os controladores) define uma lista tripla de empresas especializadas. A partir desta lista, os acionistas minoritários escolhem uma das empresas em assembléia onde os controladores não podem votar. O critério básico de avaliação deve ser o método de fluxo de caixa descontado e, como sempre, cabe a CVM monitorar o processo.

Este tema é altamente relevante no atual momento de nosso mercado de capitais. Independentemente do projeto de alteração da Lei, a CVM está estudando formas para aperfeiçoar as regras correntes, cujas diretrizes básicas estão nas Instruções 229 e 299. Por esta razão, pretendemos aprofundar a análise desta questão em uma de nossas próximas Cartas.

A questão do prêmio de controle é outro caso que, em nossa opinião, não está sendo bem compreendida. O projeto atual contempla apenas o restabelecimento da obrigação do comprador do controle de companhia aberta a realizar oferta pública nas mesmas condições para todas as ações ordinárias. Este procedimento vigorava até 1997 e foi retirado da lei para facilitar o processo de privatização. Argumentam alguns controladores que o prêmio de controle deveria ser alocado exclusivamente às suas ações pois eles são os únicos que se dedicam integralmente à empresa, sendo obrigados inclusive a fornecer aval pessoal em alguns casos.

Primeiro, é fundamental entender que existe uma diferença básica entre a relação de propriedade e a de trabalho. A dedicação integral à empresa tem que ser remunerada de forma específica via um contrato de trabalho cujo desenho alinhe da melhor forma possível os interesses dos executivos aos dos acionistas. Achamos, inclusive, que os membros do conselho de administração também deveriam ter contratos similares. Na medida em que o desenho que alinha interesses normalmente inclui opções de compra de ações, a venda da companhia pode até gerar um bom ganho de capital também para aqueles que trabalham na companhia. Contudo, justificar o prêmio de controle somente para os controladores como fazendo parte da remuneração pelo trabalho nos parece uma distorção indesejável e nociva aos objetivos de uma sociedade.

Já a questão do aval é mais simples. Se a companhia não tem condições de se financiar com base em seus próprios ativos, o que por si já seria um sinal de que a companhia não teria condições de ser aberta, o

acionista controlador deveria cobrar pelo aval o mesmo custo que os bancos cobram. Portanto, argumentar que o prêmio de controle deve ser exclusivo dos controladores por causa de uma eventual concessão de avais pessoais é um despropósito. Além disso, a própria evolução do mercado de crédito no Brasil se encarregará de minimizar este aspecto.

O outro lado

Do outro lado da polêmica estão aqueles que entendem que as mudanças propostas não terão efeitos significativos pois a causa de todos os problemas do mercado – as ações preferenciais – não está sendo tratado da forma correta. De fato, o projeto de lei não contempla direito de *tag along* para as ações preferenciais como também não reduz o limite de 66,7% do capital para emissão desta classe de ações (vale notar, novas companhias estarão sujeitas a um limite de 50%).

Versões anteriores do projeto estabeleciam que para emitir novas ações preferenciais, as companhias

teriam que garantir uma verdadeira preferência à estas ações. Esta preferência poderia se materializar de duas formas, quais sejam, (i) direito a um *tag along* por 80% do preço das ações de controle, ou (ii) direito a um dividendo prioritário de 3% ao ano sobre o valor patrimonial. A versão atual acrescentou a alternativa de um dividendo para as ações preferenciais 10% acima do dividendo das ordinárias. Como a grande maioria das empresas brasileiras já incorporou esta diferença de 10% ao seus estatutos, o mais provável é que poucas companhias venham a optar por uma das duas primeiras alternativas.

Isto posto, achamos que subestimar a relevância do projeto em questão apenas porque a questão das novas ações preferenciais talvez não tenha sido bem equacionada é uma visão míope pois não concede a devida importância a uma série de mudanças fundamentais dentre as quais cabe destacar a volta do *tag along* para as ações ordinárias e definição do valor econômico como único critério

de preço para operações de fechamento de capital.

Conclusão

Uma análise detalhada dos trabalhos que tem sido publicados recentemente sobre mercados de capitais revela algumas visões consensuais. Quanto maior o grau de proteção aos acionistas minoritários:

- (i) menor o custo de capital para empresas (ou seja, os múltiplos são maiores);
- (ii) maior o número de companhias abertas;
- (iii) maior o valor dos dividendos pagos;
- (iv) menor o número de companhias com controle definido; e
- (v) maior o grau de dispersão dos acionistas.

Dito de outra forma, mercados de capitais desenvolvidos estão inequivocamente associados a boas estruturas de proteção aos acionistas minoritários. Neste sentido, o projeto de alteração da Lei das S.A. é um passo importante na direção correta, pois representa um melhor equilíbrio na relação entre controladores e minoritários.

Certamente não será suficiente. O grande avanço de nosso mercado de capitais virá quando os controladores perceberem, livre ou compulsoriamente, que os benefícios privados do controle são menores que os ganhos gerados pela redução do custo de capital de suas empresas. A partir deste momento, as companhias brasileiras caminharão na direção de estruturas democráticas de capital, ao invés das estruturas oligárquicas que ainda prevalecem no Brasil.

Se bem sucedido, o projeto que está sendo elaborado pela Bovespa para criar um novo mercado, nos moldes do Neuer Markt alemão, que através de um contrato privado de listagem obriga as companhias a tratarem seus acionistas de forma justa, pode acelerar este processo de democratização, ou pulverização da propriedade do capital das empresas brasileiras. Mais um assunto para uma próxima Carta.

Rio, 15/08/2000.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1º Trim/98	16,55	16,55	675,66	18,15	18,15	126,83	15,07	15,07	261,14
2º Trim/98	-8,70	6,40	608,30	-19,40	-4,80	82,80	-19,60	-7,50	190,30
3º Trim/98	-33,50	-29,20	371,20	-27,20	-30,70	33,10	-33,40	-38,40	93,50
4º Trim/98	14,20	-19,10	438,10	-1,20	-31,50	31,50	-0,10	-38,40	93,30
1º Trim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2º Trim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3º Trim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4º Trim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
1º Trim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2º Trim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10

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

Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados, fale com Bruno Rocha, Pedro Eberle, Marcelo Stallone ou Luiz Orenstein, mande-nos um e-mail: dynamo@dynamo.com.br ou visite nossa página na internet: <http://www.dynamo.com.br>

DYNAMO

**ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

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