

Carta

Dynamo 33

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2001

Sobre tungas e traquinagens

“O incompreensível no universo é o fato de ser tão compreensível” diz Albert Einstein em um de seus aforismos mais charmosos e místicos. Mercados de capitais, instituições humanas por natureza, são bem mais instáveis e falíveis do que o Cosmo. Mas há um paradoxo análogo: o que impressiona no vórtice do mercado de capitais brasileiro é permitir um projeto de reorganização com um vértice tão cristalino. Qual? É simples (de enunciar, ao menos): trata-se da linha reta que passa pela qualidade institucional dos agentes reguladores do mercado e pela eliminação gradativa das transgressões à letra ou ao espírito da Lei das S.A. Neste caminho, obtêm-se jurisprudência adequada e imposição de custos relevantes para os infratores que são, por sua vez, os incentivos corretos para as chamadas boas práticas de mercado. Já na Carta 23, sob o título de Teoria da Janela Quebrada, discutimos em maior profundidade o assunto. Desde então, através de nossas Cartas, apontamos, ocasionalmente, alguns desvios que precisam ser corrigidos para que a geometria do mercado brasileiro se aproxime de formas mais perfeitas. Esta Carta é dedicada a mais um deles: os indesejáveis contratos de mútuo entre as companhias e seus acionistas controladores.

Antes porém, como prefácio, alguns rápidos comentários sobre o barulhento imbróglio da empresa americana Enron. No centro da questão é colocada, pela maioria dos analistas, não só a má fé dos executivos da empresa mas também (e isto é o que nos interessa mais de perto) o conflito de interesses no interior das instâncias responsáveis pela qualidade das informações divulgadas por estes executivos. A conclusão lógica deste episódio é que auditores e comitês internos de auditoria (o correspondente ao nosso conselho fiscal)

parecem não dispor da independência necessária ao julgamento isento das práticas gerenciais das companhias. Há ainda um elemento adicional e coadjuvante: o conflito de interesses dos próprios administradores de recursos não independentes. Ao mesmo tempo em que precisam exercer seu poder de governança

sobre companhias investidas (Enron, por exemplo) para melhorar a qualidade e a confiabilidade de seus ativos, procuram captar recursos junto a essas mesmas empresas. Este tipo de conflito é cada vez mais relevante e por isso estaremos tratando do assunto em uma de nossas próximas Cartas;

Nosso Desempenho

Após uma expressiva valorização de 20,3% no último trimestre, o Dynamo Cougar fechou o ano de 2001 com uma rentabilidade de 11,1%, semelhante àquela obtida em 2000 (12,6%). Desde o início de suas operações, o Dynamo Cougar rendeu 962% em dólares e 952% acima do IGP-M, respectivamente, 32,8% e 32,6% ao ano.

A despeito das trajetórias muito diferentes, o resultado do fundo em 2001 foi muito parecido com o de 2000. Como, aliás, também o foram todos os índices importantes de bolsa, a inflação medida pelo IGP-M e até o CDI (ver quadro abaixo). Apesar da incrível coincidência, não conseguimos tirar daí nenhuma conclusão útil exceto, talvez, a de que acertar previsões macroeconômicas e seus efeitos sobre o mercado acionário é tão difícil que o investidor de longo prazo provavelmente ficará melhor se simplesmente ignorá-las.

O ano de 2001 foi o oitavo ano completo de operações do Dynamo Cougar (o fundo iniciou suas operações em 1º de setembro de 1993). A rentabilidade do fundo superou a do Ibovespa em sete destes oito anos (também foi o caso no último quadrimestre de 1993). A comparação com o FGV-100 produz resultados essencialmente iguais: o Dynamo Cougar superou este índice em seis anos.

É perfeitamente razoável esperar que a rentabilidade do Dynamo Cougar supere os índices na maioria dos anos. No entanto, mesmo nós, como gestores do Fundo, nos surpreendemos com a distância, tanto ano a ano quanto a acumulada entre o Dynamo Cougar e o Ibovespa nos últimos quatro anos. Este período incluiu anos

muito ruins como 1998, brilhantes como 1999 e medíocres como 2000 e 2001. Em todos eles, o Dynamo Cougar superou o Ibovespa por uma margem expressiva, cerca de 25% ao ano em média (composto). Desde 1998, o Dynamo Cougar rendeu 231,8%, ou IGP-M mais 21,8% ao ano, versus o Ibovespa que rendeu apenas 35,1%, ou IGP-M menos 2,7% ao ano (só por curiosidade, no mesmo período, o CDI rendeu 121,4%, ou o equivalente ao IGP-M mais 10,1% ao ano).

Pelo bem do argumento, é bom registrar que em 1997, o Ibovespa superou o Dynamo Cougar em 43%, aliás, o único ano em que isto aconteceu. Nos últimos cinco anos, ou seja, incluindo o ano de 1997, o Dynamo Cougar superou o Ibovespa em média 11% ao ano, ainda assim, um resultado expressivo. Superar o Ibovespa sempre será uma consequência de nossa forma de investir, nunca um objetivo a priori. Neste contexto, a diferença recente torna-se ainda mais notável e, provavelmente, será difícil mantê-la nos mesmos níveis.

Estes bons resultados são, sem dúvida, fruto de um enorme esforço, foco, disciplina, sorte e da boa qualidade da análise das oportunidades de investimento que apareceram ao longo da existência do Dynamo Cougar. Mas, mesmo com tudo isso, teria sido impossível obtê-los se, como investidores, não tivéssemos uma enorme e vital vantagem comparativa: visão de longo prazo. E esta vantagem só pode ser realizada porque contamos com a visão de longo prazo que nossos cotistas têm de seus investimentos no Dynamo Cougar. Esta postura de nossos cotistas muito nos estimula e gratifica.

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.

Audidores que devem fiscalizar são também aqueles que tentam vender às companhias serviços de consultoria. Sem falar no fluxo constante de executivos que são recrutados pelas grandes empresas americanas nos quadros técnicos de seus auditores e que pode criar uma certa simpatia *a priori* nestes funcionários pelos seus possíveis futuros empregadores. Com relação aos comitês internos o problema está na eleição de seus membros, em geral indicados por influência dos próprios executivos

A situação em si é muito grave, pois quando aqueles que são responsáveis por impedir que os acionistas sejam tungados pelos que dirigem sua companhia se tornam os legitimadores da tunga, o funcionamento do mercado é colocado em risco. O admirável no caso é a rapidez com que reagem a opinião pública e os órgãos reguladores do mercado americano diante do fato consumado. Medidas para depuração dos serviços de auditoria e aperfeiçoamento dos procedimentos contábeis são imediatamente estudadas e sabe-se que o "acidente" da Enron acabará contribuindo no futuro para maior segurança dos investidores. Até mesmo uma revista liberal como a *The Economist*,¹ percebendo o perigoso desdobramento das traquinagens da Enron, não tem pruridos em cogitar até a estatização dos serviços de auditoria para empresas de capital aberto.

Na verdade - e essa é a moral importante da história - por vezes, na complexa e nem sempre muito civilizada construção dos relacionamentos entre agentes de mercado, haverá janelas quebradas. Que por elas passem um tungador ou outro não há muito que se possa fazer, é da vida ou, para não ser injusto com o resto da criação, é da natureza humana. O que não é admissível é que consertadores de janelas demorem tanto para entrar em ação que, por entre os vidros quebrados, passe uma manada, uma horda de tungadores. Produz-se anarquia, insegurança e o sistema evolui (quando evolui) muito lentamente. Infelizmente, por vezes, é o que acontece no Brasil. Se não, vejamos o exemplo que bem ilustra a tese e o tema desta Carta.

A sociedade anônima ou companhia, do ponto de vista legal, reúne vários indivíduos que cooperam para um objetivo comum: o retorno de seus investimentos. Há dois riscos

distintos nesta aventura associativa: o primeiro diz respeito à própria produção de valor, pois pode não dar certo o negócio que deu origem à ação coletiva. O segundo é menos econômico e talvez mais sociológico: trata-se da distribuição justa entre todos do valor eventualmente criado na companhia (de *cum panis*, ou seja, os que comem do mesmo pão) e que, de fato, a todos pertence.

Desde que Rudolf von Lhering, pensador jurídico alemão, sentenciou no final do século XIX que "sob os olhos do legislador moderno, as sociedades anônimas transformaram-se em agências de roubos e embustes; sua história secreta contém mais baixezas, infâmias e fraudes que as encontráveis numa penitenciária"², muita coisa melhorou tanto na legislação quanto na regulação do ambiente corporativo. No entanto, em pleno século XXI, a expropriação de acionistas minoritários na sociedade anônima, para recorrer a um eufemismo menos germânico, ainda

Tabela I - Desempenho em R\$ até dezembro de 2001

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespamédio
60 meses	234,42%	181,87%	95,12%
36 meses	279,12%	268,95%	102,69%
12 meses	11,12%	8,17%	-9,79%
6 meses	1,45%	3,86%	-5,35%
Valordacotaem31/12/2001 = R\$25,68446701			

não desapareceu. Continua a ser intensamente discutida e com maior animação em mercados tardios, como o nosso, o que é de farto conhecimento dos leitores das Cartas Dynamo.

Uma das formas mais corrosivas e atazanadas de apropriação de benefícios unilaterais por controladores de uma empresa se materializa nos contratos de mútuo entre a companhia e seus donos. Mais especificamente, naqueles contratos que permitem verter fluxo financeiro do caixa da empresa para a corrente dos acionistas majoritários, seja na pessoa física seja na pessoa jurídica que utilizam para seus investimentos.

A palavra mútuo, de origem latina, conota reciprocidade, equilíbrio na troca ou na permuta. Em sua denotação jurídica, significa contrato em que uma das partes (o mutuante) empresta coisa fungível à outra (o mutuário). Na versão mais conhecida e popular, trata-se simplesmente de um empréstimo em condições pactuadas via contrato.

Há duas maneiras conspícuas pelas quais uma empresa pode devolver recursos para seus acionistas: o pagamento de juros sobre o capital próprio e o de dividendos. Em ambas as modalidades, salvo disposições estatutárias (dividendo fixo, mínimo, prioritário, etc....) os recursos são repartidos igualmente pelos acionistas. A utilização do caixa da companhia como fonte de financiamento para o controlador é um precedente de liberalidade totalmente assimétrica. Não se tem conhecimento de mútuos para acionistas minoritários. Muito menos do direito de preferência para todos quando os executivos resolvem, sabe-se lá por que exótica razão, aplicar o caixa emprestando dinheiro para os acionistas. Na totalidade dos casos que conhecemos isto é um privilégio particular do acionista majoritário.

E o que explica que executivos possam tomar a iniciativa de dividir desigualmente os pães, dando a uns o que não se oferece a outros, embora sejam todos membros da sociedade à qual eles, por lei, se subordinam? Não é uma pergunta fácil de se responder. Afinal, para executivos em estado normal de independência e competência há alternativas muito melhores. Aplicar recursos no sistema financeiro mais ortodoxo parece mais seguro, mais simples e certamente muito mais líquido.

É o procedimento adequado e usual para gestão da tesouraria de uma empresa. Avaliar o risco de crédito de tomadores universais de recursos no mercado parece muito mais fácil do que o do controlador. Além do que, na primeira hipótese, o resgate dos empréstimos é bem menos complicado e conflitante. Por tudo isso, talvez com raríssimas exceções, onde há contrato de mútuos como os que estamos nos referindo, há indícios de intervenção (abuso) do controlador. No mínimo, na "sugestão" suspeita que deve fazer à administração da companhia para que faça empréstimos para si mesmo. Os contratos de mútuos, pelo que podem significar para uma corporação como precedente de interferência do controlador, são perigosos como um *aedes aegypti* infectado.

Qual o tamanho da epidemia? Não vamos apresentar um estudo completo sobre este tipo de prática no mercado brasileiro. Bastam dois exemplos penosamente reais. Primeiro caso: o fluxo de caixa descontado de uma companhia, ou múltiplos razoáveis de resulta-

(1) *The Economist*, February 9th-15th 2002, pg.9

(2) Citado por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira em *A Lei das S. A.*, 1997, Editora Renovar, terceira edição, primeiro volume, pg. 20.

dos, indicam um valor por ação na faixa de R\$ 6,00 a R\$ 8,00 (desconsiderando-se eventual prêmio de controle). O controlador tem com a companhia uma dívida de cerca de R\$ 33,70 por ação. Através de contrato de mútuos, a companhia passou a deter créditos contra o controlador que equivalem a 118% do seu patrimônio líquido. Na prática, ocorreu uma alteração dos objetivos estatutários pois a atividade industrial está sendo substituída por uma escalafobética atividade financeira. No mercado, a ação, que deveria valer algo próximo a R\$ 42,00, vale cerca de R\$ 8,00.

Segundo caso: a empresa tem dívidas (caras) com bancos de cerca de R\$ 600 milhões. Fatura aproximadamente outros R\$850 milhões. Vem tendo prejuízo nos últimos 3 anos. É provável que precise de capitalização dos sócios. O controlador alega não dispor de recursos para acompanhar o aumento de capital e deve em torno de R\$200 milhões, captados junto a companhia através de mútuos. A ação caiu a um sexto de seu valor em menos de 2 anos.

São histórias muito impressionantes. Mas permitam-nos, *ad argumentandum tantum*, um momento de indulgência: poderia estar o controlador tomando tal atitude (e o dinheiro) a partir de considerações sobre o que é o melhor interesse da companhia? Ou seja, é possível a situação onde a política mais indicada para o caixa da empresa é um mútuo para seu dono? O complicado com esta hipótese (e nos esforçamos para tratá-la respeitosamente) é que a Lei das S.A. (doravante Lei) não permite que o controlador tome recursos da companhia em condições mais vantajosas para ele do que aquelas que obteria no mercado. (artigo 156, parágrafo primeiro).³ No campo da legalidade, resta imaginar, portanto, que estes empréstimos se farão em condições iguais ou melhores das que ele, controlador, encontraria no mercado. Mas se é assim, o natural é que o controlador fosse ao mercado e não à companhia. A verdade é

que esses empréstimos são atraentes para o acionista majoritário porque ele não poderia conseguir-los em outro lugar.

Nossa experiência prática mostra que esses contratos de empréstimo em geral são tratados com grande informalidade. Note-se que sua aprovação é processada como um expediente normal de tesouraria não precisando, em geral, de aprovação nem mesmo do Conselho de Administração, o que dizer da Assembléia. Em um momento o dinheiro está no caixa, em outro virou o tal crédito contra o controlador.

A história fica ainda pior quando se imagina que a companhia pode tomar recursos no setor privado ou mesmo no setor público (financiamentos, aporte de capital) e utilizar parte do caixa para a realização de mútu-

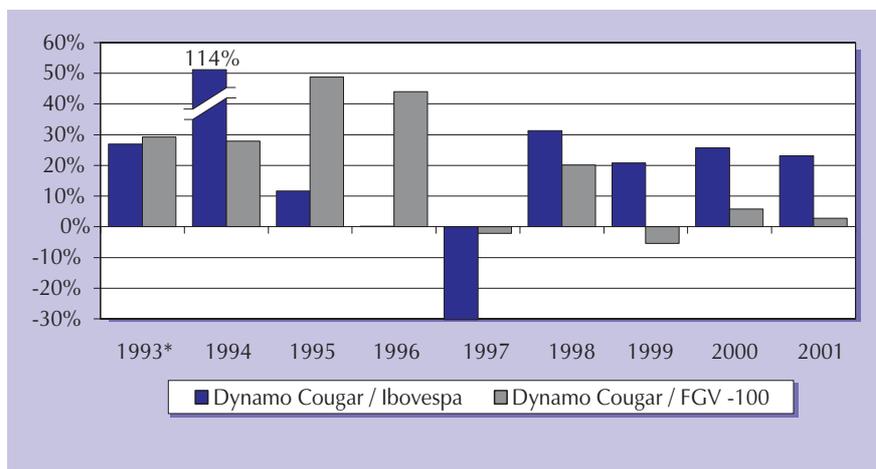
No entanto, trata-se de mais uma dessas transgressões que uma vez cometidas têm efeitos, na prática, irreversíveis.

Aliás, no capítulo das ilegalidades em torno dos contratos de mútuo, há na Lei outras passagens muito interessantes.

O parágrafo único do artigo 116 diz que "O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social". Não há malabarismo que faça um contrato de mútuo para o controlador caber na letra ou no espírito deste parágrafo. A menos que o controlador acredite ser uma espécie de empresário Madame Bovary (*que los hay, hay*) e pense alto (sic): "a função social da companhia sou eu".

O artigo 117 diz que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. O primeiro parágrafo explicita quais são as modalidades do exercício abusivo do poder. Entre elas, vale a pena citar: "orientar a companhia para fim estranho ao objeto social (...) ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação

Retorno anual do Dynamo Cougar acima do Ibovespa e do FGV -100



os, permitindo à pessoa física prosperar na sombra da pessoa jurídica que controla. Aos minoritários sobra a perplexidade.

Muitas vezes tenta-se disfarçar a operação, com a alegação de que o empréstimo é contratado "a juros de mercado". Ora, nada se fala da ausência de garantias, do volume fora de qualquer proporção com o que seria um risco de crédito minimamente aceitável, do prazo mais longo do que os mais longos prazos que qualquer banco cogitaria em oferecer. Sem esquecer que, na hora da amortização, se for necessário uma rolagem do saldo devedor não se prevê uma negociação muito difícil entre as partes (leia-se devedor/dono e credor/empregado). Tudo isso agride frontalmente a idéia de práticas equitativas prevista no parágrafo primeiro do artigo 156 da Lei.

dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia"; "promover adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo ao acionista minoritário" e "induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal" (o parágrafo segundo deste mesmo artigo afirma ainda que neste caso "o administrador ou fiscal que praticar ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador"). Não temos dúvida que mutuar para si mesmo é inescapavelmente praticar um abuso em mais de uma das alíneas do primeiro parágrafo deste artigo.

O artigo 153 determina que "o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costu-

³ Na verdade, o artigo 156 diz respeito ao conflito do administrador, quando ele mesmo é contra-parte em uma operação com a companhia. Obviamente, em companhias onde o administrador é admitido e demitido pelo controlador, qualquer interesse deste último se transmite indiretamente como interesse do próprio administrador. Portanto, para todos os efeitos, neste caso contratar com o controlador tem o mesmo valor conceitual que contratar com si próprio.

ma empregar na administração dos seus próprios negócios". Tirando o administrador de alma pura, que acredita em empresários Madame Bovary, não é provável encontrarmos administradores, com suas faculdades mentais preservadas, que prefiram aplicar seus próprios recursos em algo parecido com um mútuo para o controlador da empresa em que trabalha ao invés de fazê-lo no mercado.

O artigo 154, parágrafo primeiro, lembra aos administradores que eles não devem cair em tentação: "o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres" (grifo nosso). Na mesma linha vai o artigo 155, inciso II: "o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado (...) omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia".

Em benefício do leitor muito ocupado mas em atenção ao leitor curioso, sugerimos

material adicional: o artigo 158, parágrafo quinto (responsabilidade do administrador), artigo 163, incisos I, II e III (competência do conselho fiscal), artigo 165 (deveres e responsabilidades do conselho fiscal) e por último, mas não menos importante, o interessantíssimo artigo 245. Todos tratam, principal ou acessoriamente, das circunstâncias em que uma empresa comete um empréstimo ao seu controlador. A consulta atenta a vários desses artigos, mostra como tem qualidades o texto da Lei das Sociedades Anônimas brasileira. Nosso problema é (e nos desculpem o anglicismo) de *compliance*.

Litigar na justiça contra contratos de mútuos em companhias abertas no Brasil não é simples. Não é uma causa que anima escritórios de advocacia, pelos mais variados motivos. Da mesma forma, é complicado e no mínimo muito demorado fazê-lo através do órgão regulador. Por isso, como já dissemos, uma vez assinado o contrato suas consequências são muito dificilmente revertidas, independente da instância que se recorra a posteriori. Então, que fazer?

Na Ilíada (canto XXI), o rio Escamandro, de leite cheio, cansado de carregar as

vítimas de Aquiles, decide ele mesmo travar uma impiedosa batalha contra o guerreiro aqueu. Aliás, com uma estratégia óbvia para um rio: tenta afogá-lo. Ora, se isto serve de inspiração, mais do que esperar pelos advogados ou pela CVM, ao próprio mercado cabe resolver o problema. Grandes investidores, especialmente os institucionais, deveriam anunciar que não mais comprarão ações de empresas que não proibam em seus estatutos a celebração de mútuos (ou qualquer outra forma de crédito) com o(s) acionista(s) majoritário(s). Na melhor das hipóteses poderia se aceitar submeter o assunto à uma assembléia especial com voto para todos os acionistas sem, é claro, a presença do controlador. Por mais razão ainda, instituições oficiais de crédito jamais deveriam emprestar recursos sem que essas condições tenham sido atendidas pela companhia.

Além de consertar essa janela quebrada, atitudes como as que estamos sugerindo poderiam começar a criar neste país o paradigma de que o mercado legal e eficiente afoga seus próprios inimigos.

Rio de Janeiro, 1º.03.2002

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
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
3º Trim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4º Trim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1º Trim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2º Trim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3º Trim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4º Trim/01	38,52	-6,36	962,4	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99

(*) 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 ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720