

# Carta

# Dynamo 29

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2001

## Tag Along: um caso real

A discussão sobre a reforma da Lei das S.A. e outras medidas para o aperfeiçoamento do mercado de capitais no Brasil tem sido fértil em polêmicas exacerbadas, mas um ponto é notadamente consensual: a ausência de uma justiça especializada em direito societário é um forte obstáculo à melhoria do nosso ambiente institucional. Resulta daí, como consequência negativa, a virtual inexistência de jurisprudência sobre questões societárias, pois poucas ações são propostas e um número menor ainda segue até a instância final de julgamento. Com a crescente complexidade dos problemas corporativos, este atraso relativo do judiciário torna-se cada vez maior e mais difícil de ser recuperado.

Não por outra razão, ficamos muito interessados em uma notícia divulgada durante o mês de dezembro segundo a qual um acionista minoritário do Banco Real teria obtido uma sentença favorável em ação onde requereu o direito de vender suas próprias ações para o Banco ABN Amro pelo mesmo preço que o controlador do banco, Sr. Aloysio Faria, vendeu as suas. Ou dito de outra forma, conforme a manchete da matéria, ele teria conseguido, judicialmente, o exercício de um direito de tag along. Ficamos curiosos pois este direito existiu por muito tempo para as ações ordinárias mas foi retirado da Lei na reforma de 1997. Como, além da justiça, também uma parte da imprensa não é especializada nestas complicadas questões societárias, a matéria publicada não permitia nenhuma conclusão sobre o que de

fato havia ocorrido. Resolvemos então analisar a própria sentença, cujo teor, como seria de se esperar, era diferente da manchete dos jornais, embora de grande relevância para o mercado de capitais brasileiro, especialmente se confirmado pelas instâncias superiores.

A sentença foi dada pela Juíza Ione Perez da 37ª Vara Cível do Rio de Janeiro. Num sistema jurídico onde os juízes têm que decidir sobre casos tão diversos que vão desde um despejo residencial

até as mais nebulosas disputas entre acionistas, o grau de entendimento da Dra. Ione do mérito da questão é notável (a própria Juíza reconhece, ironicamente, esta dificuldade na sentença, ao mencionar que "Ao final de todas as operações realizadas pelo quarto réu nas suas inúmeras controladas, e que não foram poucas, diga-se de passagem,..." - grifo nosso).

Não obstante, o ponto central é razoavelmente simples. O Sr. Aloysio Faria era controlador indireto de

duas holdings abertas, a Real S/A Participações e Administração (RPAD) e o Consórcio Real Brasileiro de Adm. S/A (BRGE) que, por sua vez, controlavam, em conjunto, o Banco Real e as outras companhias financeiras do grupo, boa parte delas, também abertas. Esta estrutura piramidal possibilitava a garantia do poder de controle em toda a cadeia com um mínimo de participação acionária. No entanto, quando o controlador decide vender as companhias de baixo, o Ban-

### Nosso Desempenho

Com o resultado de 0,8% no último trimestre, o Dynamo Cougar terminou o ano de 2000 com uma rentabilidade de 12,6%. Embora não seja um retorno brilhante, foi satisfatório consideradas as condições de mercado. Para efeitos de comparação direta, no mesmo período, o Ibovespa caiu 10,5%, o FGV-100 subiu 6,4%, o IBX caiu 0,8% e o índice Morgan Stanley Brazil caiu 6,5%.

Com este resultado, a rentabilidade do fundo desde o início de suas operações chegou a 1034,5% em dólares (39,3% ao ano) enquanto o Ibovespa rendeu 168,3% e o FGV-100, 177,2% (respectivamente 14,4% e 14,9% ao ano)

Como costumamos dizer, não balizamos nossos resultados de curto prazo pelos índices de mercado, mas de tempos em tempos, achamos que cabe analisar nosso desempenho de médio e longo prazo em relação não só ao mercado como também a outros fundos de ações.

O ano de 2000 foi o sétimo ano completo de operação do Dynamo Cougar. Em seis destes anos, o resultado do fundo superou o Ibovespa; de fato, até hoje apenas o ano de 1997 foi muito ruim, tanto em termos absolutos quanto relativos. Vale notar que o fundo também superou o Ibovespa no período inicial de 1/9/93 até 30/12/93. Já o FGV-100 foi superado em cinco dos sete anos.

A história dos resultados do fundo comprova nossa expectativa de que seus resultados relativos tendem a ser melhores em anos ruins. Pelo menos até hoje, esta proteção adicional não custou aos cotistas um pior desempenho em mercados fortes (como aconteceu em 96 e 99) embora seja razoável esperar que isto possa acontecer em alguns anos a frente.

Já em relação a outros fundos de ações, como também já dissemos anteriormente, é difícil obter dados confiáveis de resultados de longo prazo. Usando como

*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 dezembro de 2000

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	145,46%	47,56%	75,99%
36 meses	70,47%	44,39%	-14,50%
12 meses	3,02%	-2,63%	-18,08%
6 meses	-0,53%	-6,87%	-15,91%

Valor da cota em 28/12/2000: R\$ 23,113762753

base o banco de dados produzido pela Anbid para todos os fundos de ações, isto é, incluindo fundos ativos e indexados, o retorno médio em 2000 foi de 4,6%, que se compara aos 12,6% do Dynamo Cougar. Se consideramos apenas os fundos ativos, o que talvez seja uma comparação mais razoável, o retorno médio foi de 5,5%, enquanto os fundos indexados caíram 3,4%. O prazo mais longo para o qual este banco de dados contém informações é de três anos. O retorno médio de todos os fundos de ações neste período foi de 48,8%, o dos fundos ativos foi de 45,9%, o dos fundos indexados, 54,1% e o do Dynamo Cougar, de 198,6%.

Durante o ano de 2000, as principais ações da carteira do fundo que contribuíram positivamente para o resultado final foram Ambev, Caemi e Eternit. Em compensação, as ações da Ultrapar, Distribuidora Ipiranga e Brasil Telecom puxaram o retorno do fundo para baixo. Com relação às duas primeiras, continuamos otimistas em relação a estas companhias pois os bons fundamentos permaneceram inalterados e, por isso, até aumentamos nossas posições

ao longo do ano. As ações da Brasil Telecom vem sofrendo as conseqüências da confusão societária que ficou evidente ao longo do ano passado. Na medida em que acreditarmos que o impacto desta situação não prejudica o desempenho operacional da empresa, continuaremos acionistas pois os múltiplos são atrativos.

Para 2001, continuamos otimistas em relação ao mercado como um todo, mas verdade é que estamos otimistas, e errados, há mais de um ano ("relógio parado marca a hora certa duas vezes ao dia"). A razão deste otimismo deriva quase exclusivamente de uma percepção de que, com câmbio flutuante e bom comportamento fiscal do governo, a taxa de juros real do Brasil terá uma queda secular. Além de acharmos que o equilíbrio entre ativos de renda fixa e variável no Brasil não reflete o que pode ser uma nova realidade, como investidores de longo prazo, uma redução da taxa de desconto gera ganhos expressivos ao valor presente dos fluxos futuros de resultados das companhias.

co Real e as demais companhias operacionais, a questão que surge é a seguinte: a quem pertence o controle desta companhias, ao Sr. Aloysio Faria ou às holdings abertas? O objeto da ação era exatamente este pois, através de uma sofisticada engenharia financeira, o único beneficiado com a venda foi o Sr. Aloysio Faria e o acionista minoritário entendia que o resultado da venda deveria ter sido apropriado pelas holdings que eram as verdadeiras proprietárias do ativo alienado. Tomando curta uma longa história, a juíza deu ganho de causa ao minoritário, ou seja, determinou que o prêmio de controle pertence às holdings.

Tentando simplificar o que talvez não seja simplificável, a sucessão de operações foi aproximadamente a seguinte: as duas holdings abertas, que possuíam em conjunto cerca de 63% do capital votante do Banco Real, foram cindidas e as novas companhias, que tinham estruturas societárias idênticas às companhias já existentes, receberam apenas as ações de controle das empresas operacionais do grupo Real

(com exceção do Banco Real de Investimentos – ver Figura 1). Em seguida, o controle destas novas companhias, que continuava a pertencer, indiretamente, apenas ao Sr. Aloysio Faria, foi alienado para o Banco ABN Amro. Nada mudou para os minoritários diretos do Banco Real. Mas os minoritários das holdings, que supostamente eram co-proprietários do controle das companhias de baixo, visto que este pertencia às empresas onde eles eram sócios, terminaram acionistas minoritários de quatro holdings: as duas originais agora com outros ativos menos importantes e ainda controladas de forma piramidal pelo Sr. Aloysio Faria, e as duas novas, controladoras do Banco Real e controladas pelo Banco ABN Amro.

Para complicar ainda mais o caso, como o Sr. Aloysio Faria pretendia permanecer no ramo financeiro – agora sob a marca do Banco Alfa – fez-se necessário que uma das empresas financeiras do grupo, no caso o Banco Real de Investimentos, continuasse dentro de sua estrutura de controle, ou seja, não fosse junto com as empresas cindi-

das. Mas como este banco controlava a Companhia de Crédito Imobiliário que foi também vendida para o ABN Amro, o mesmo artifício de cisões e alienações sucessivas teve que ser utilizado. Também neste caso, a Dra. Ione decidiu que o prêmio de controle pago indiretamente ao Sr. Aloysio Faria na alienação da Companhia Real de Crédito Imobiliário deve ser restituído ao Banco Real Investimentos.

É importante notar que se o Sr. Aloysio Faria tivesse simplesmente vendido as ações que detinha nas duas holding abertas, ele teria recebido todo o prêmio de controle sem que, em nossa opinião, nenhum minoritário pudesse questioná-lo. Pelo que podemos entender, nada o impedia de proceder desta forma exceto, talvez, o desejo de não abrir mão de sua eficiente estrutura piramidal de companhias abertas para controlar o seu novo banco (é possível, adicionalmente que tenha havido também alguma questão fiscal relevante que ignoramos).

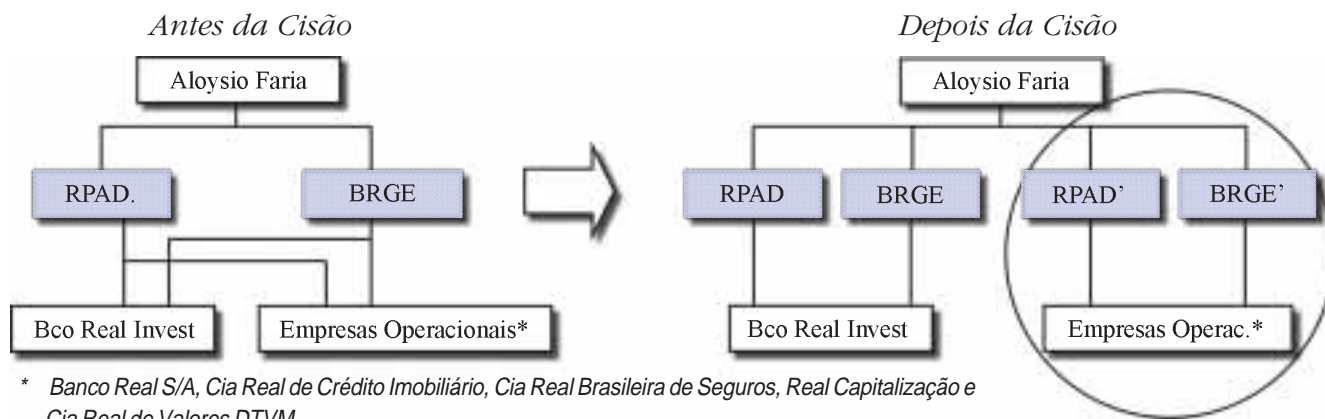
Contudo, da forma como a transação foi estruturada, os acionistas minoritá-

os das duas holding abertas foram claramente prejudicados. Por isto, o pleito bem sucedido do autor da causa, era de que justamente as duas holdings abertas fossem indenizadas e não seus acionistas diretamente. Isto significa que, na hipótese improvável de que esta seja a sentença final deste caso, as duas holdings receberão uma compensação pelo fato de que a elas pertencia o controle das empresas vendidas. Portanto, uma vez feitos os cálculos, a única coisa que muda para os minoritários das holdings abertas é que estas companhias passarão a ter um caixa bem mais alto e um dividendo adicional por conta do lucro contábil da operação de venda (vale notar que, em causas como esta, o autor pode ter direito a uma indenização adicional de 5% do valor dela, como foi o caso nesta sentença).

Os argumentos jurídicos do autor da ação foram centrados em questões de abuso de poder, conflitos de interesse e dever de lealdade (artigos 115, 116, 117, 155 e 156 da lei das S.A.). A Juíza deu razão ao autor em todos os pontos pois entendeu que o réu (i) abusou de seu poder de controle quando votou a favor das cisões; (ii) não serviu com lealdade às companhias visto que usou em benefício próprio a transação comercial com o Banco ABN Amro, quando nada impedia que a transação fosse feita pelas holdings abertas; e (iii) votou nas assembleias gerais que deliberaram as cisões em flagrante conflito de interesses.

Interessante comentar alguns dos argumentos da defesa. Além das questões processuais usuais, os advogados do réu sustentam, primeiro, que todas as operações foram lícitas, o que é verdade apenas se cada uma delas é analisada individualmente. Argumentam também que nenhuma das duas holdings abertas detinha o controle do Banco Real visto que cada uma possuía apenas 31,2% das ações ordinárias e inexistia acordo de acionistas que as obrigasse a votar

*Figura 1 - Estrutura de Controle do Banco Real S/A*



de modo idêntico. Este argumento é quase uma ofensa à inteligência da juíza, mas ainda é mais plausível que o argumento seguinte de que o Banco Real de Investimento, embora acionista majoritário da Companhia Real de Crédito Imobiliário, não a controlava pois não tinha vontade própria (sic). Sustentam ainda que o autor da causa pretende uma participação no valor da venda a que não faz jus. Neste caso, a defesa está certa, razão pela qual o autor requereu apenas que as holdings nas quais ele é acionista sejam indenizadas e não ele próprio.

De qualquer forma, é fundamental entender que esta sentença só se aplica aos controladores de companhia abertas que, por sua vez, controlem outras companhias, e desejam vender apenas uma destas empresas de baixo. Parece-nos difícil contestar o direito destes controladores de venderem suas ações diretamente sem a etapa prévia de cisões, o que só é possível quando o objeto da venda inclui todas as participações detidas pela compa-

nhia aberta de cima. Mesmo neste caso, eventuais reorganizações societárias feitas pelo novo controlador podem acabar gerando situações de conflito passíveis de questionamento.

### A Sentença e o Mercado

A ser confirmada pelas instâncias superiores, esta sentença tem conseqüências interessantes para algumas companhias brasileiras controladas de forma piramidal como era o caso do Banco Real. Por exemplo, há alguns anos atrás, a família Hering decidiu vender o controle da Ceval Alimentos. Ocorre que este controle se constituía de forma indireta, ou seja, a família controlava a Cia. Hering, que por sua vez, além da atividade têxtil, controlava também a Ceval. A venda foi efetuada exatamente da mesma forma que a venda do Banco Real. Foi realizada uma cisão da Cia Hering e o controle da Ceval foi transferido para a nova empresa criada (ver Figura 2). No momento seguinte, a família vendeu o controle desta

nova empresa cujo único ativo era justamente o controle da Ceval. Vários acionistas reclamaram mas, até onde sabemos, não houve nenhuma contestação judicial.

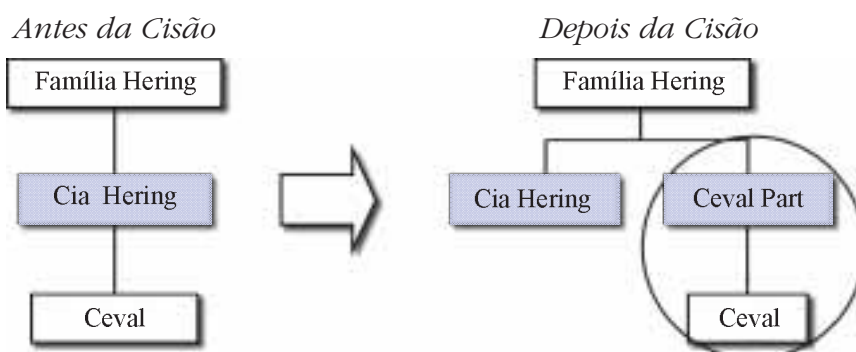
Mais recentemente, e numa questão de maior visibilidade, vários analistas questionavam o fato da CSN participar do bloco de controle da Vale sob o ângulo da propriedade do prêmio de controle embutido naquela posição. Neste caso, como foram todos os acionistas da CSN que adquiriram o bloco de ações da Vale pagando prêmio de controle na privatização, nos parecia um exagero imaginar que os controladores da CSN cogitassem efetuar uma cisão da companhia para criar uma nova empresa só com o bloco de ações da Vale e, depois, vender o controle da nova empresa. De fato, na operação de descruzamento anunciada na virada do ano, o prêmio de controle implícito na venda das ações da Vale reverteu, justamente, para a CSN como um todo e não apenas para os seus controladores (as ações da Vale foram ven-

didadas implicitamente à R\$ 81 quando, no mercado, valiam R\$ 47).

Aliás, do ponto de vista dos acionistas minoritários, temos dificuldade em entender a lógica de companhias abertas - que não garantem tag along a seus acionistas -, comprarem controle de outras companhias pagando, naturalmente, prêmio de controle. Ora, se todos os acionistas estão implicitamente pagando o prêmio, nada mais justo do que garantir que o eventual prêmio de controle na venda da própria empresa seja distribuído entre todos os acionistas da mesma forma. Não obstante, algumas companhias abertas brasileiras têm efetuado aquisições pagando altos múltiplos de controle - quando suas próprias ações estão sendo negociadas a múltiplos baixíssimos - sem nenhum questionamento por parte dos minoritários. Ainda mais surpreendente é o fato de que algumas destas operações de aquisição são financiadas com aumentos de capital realizados apenas com recursos dos minoritários. Note-se que não estamos aqui questionando a racionalidade do crescimento das empresas por meio de aquisições, muito pelo contrário. Ocorre apenas que, sem estar assegurado aos minoritários o direito de participar no valor que eles mesmos ajudaram a criar, realmente fica difícil decifrar o sentido econômico destas operações sob a ótica destes acionistas.

No que diz respeito à carteira do nosso fundo, sur-

*Figura 2 - Estrutura de Controle da CEVAL*



gem algumas possibilidades interessantes. A Itaúsa, por exemplo, é a holding do Banco Itaú que, como já mencionamos anteriormente, negocia a um desconto expressivo em relação à soma do valor de seus ativos. Em todas as contas que fazemos, as ações do Banco Itaú, bem como as ações de todas as demais companhias controladas pela Itaúsa, são cotadas ao preço de mercado. Pelo menos teoricamente, se levarmos em conta algum prêmio de controle, o desconto implícito é substancialmente maior.

Já a Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI) é um caso onde a questão que estamos analisando poderá vir a ser testada em breve. A razão é que a DPPI, além de sua própria atividade operacional de distribuição de gasolina e derivados no Rio Grande do Sul e oeste de Santa Catarina, possui também o controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI), empresa que opera em todo o resto do Brasil e fatura cerca de 4 vezes mais do que a DPPI. Pelo que vem sendo noticia-

do nos jornais, os controladores estão estudando alternativas estratégicas para o grupo que pode inclusive contemplar a venda de suas participações. Se isto vier a ocorrer, será importante acompanhar de perto as operações societárias a serem realizadas, quando iluminadas pela luz da sentença da Dra. Ione.

A Alpargatas possui uma participação no bloco de controle da Alpargatas-Santista que, como não faz parte do seu *core business*, pode vir a ser vendida. Mais uma vez, em nossas avaliações do valor da companhia, levamos em conta apenas o preço de mercado das ações da Alpargatas-Santista, que pode ser cerca de 3 vezes menor do que um eventual valor de venda do bloco de controle.

Esta sentença também é relevante para analisarmos a recente tentativa de venda da Copene, que nos impacta diretamente via a participação de nossos fundos em Ultrapar. A estrutura da venda refletiu o fato de que o processo nem bem era um leilão de privatização nem uma venda privada. Além disso, a existência de vários ven-

dedores diferentes, cada qual com suas particularidades, acabou resultando em um leilão com regras confusas, e que atraiu apenas um comprador. A mais importante delas era a existência de um preço vinculante, não divulgado, acima do qual todos os vendedores se pré-obrigavam a vender.

O primeiro ponto que nos chamou atenção foi a forma como este preço foi calculado. Segundo informações divulgadas na imprensa, os vendedores partiram do valor econômico e acrescentaram um prêmio que refletia a possibilidade do comprador do controle fazer preço médio adquirindo ações dos minoritários de Copene a um preço substancialmente menor. Até onde sabemos, o conceito de preço mínimo nas privatizações jamais levou em consideração esta possibilidade e, por isso, os altos ágios foram tão comuns. O caso mais impressionante foi, sem dúvida, o ágio pago pelo Santander para comprar o controle do Banespa.

Se, por um lado, pode ser considerado legítimo que os vendedores queiram ma-

ximizar o valor de venda sem se preocupar com os demais acionistas, por outro lado nos parece arriscado fixar o preço mínimo com base na hipótese teórica de que o comprador deverá estar disposto a comprar ações dos minoritários a um preço muito mais baixo.

O segundo ponto a ser ressaltado é o conforto que os acionistas minoritários da Ultrapar podem ter a respeito deste processo. Na medida em que tem garantido o direito de tag along ao mesmo preço dos controladores, estes investidores sabem que o valor estratégico a ser eventualmente criado com esta aquisição será dividido entre todos acionistas.

Em várias Cartas anteriores, insistimos na importância do direito de tag along, principalmente como forma de alinhar os interesses de todos os acionistas de uma companhia. O episódio do Banco Real indica que pode estar em curso um refinamento da aplicação deste direito através de nova jurisprudência.

Rio, 20/01/2001.

## *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

(\*) 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, fale com Bruno Rocha, Pedro Eberle, Marcelo Stallone ou Luiz Orenstein, mande-nos um e-mail: [dynamo@dynamo.com.br](mailto: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