

## OPINIÃO

**BMC** FIF BMC Curto Prazo

# Cia. Vale do Rio Doce — doação ou venda?

Júlio Flavio Souza Lima



No dia 5 de fevereiro passado, o ministro Antônio Kandir anunciou o preço mínimo de venda da CVRD. No dia seguinte, a imprensa noticiou amplamente o fato e os principais jornais publicaram o edital número PND-A-01/97/CVRD, que divulga à sociedade brasileira e demais interessados os principais procedimentos relativos à alienação das ações da mineradora, estabelece em R\$ 26,67 o preço mínimo de venda dessas ações e informa que o Conselho Nacional de Desestatização pode, "a seu critério, rever o preço mínimo acima mencionado, diante de fatos que justifiquem tal decisão". Logo depois, no dia 7, o BNDES, gestor do Programa Nacional de Desestatização (CND), consumava por leilão a venda da Dynamis Energética, por um preço 81% superior ao valor mínimo por ele fixado, ou seja, o lance do consórcio "vencedor" arrematou um conjunto de ativos, previamente avaliado em R\$ 100 milhões, por R\$ 181 milhões!

A partir do conhecimento desses fatos, algumas reflexões passaram a preocupar-me. Em primeiro lugar, todas essas participações acionárias pertencem ao povo e, por conseguinte, não são tratadas com o devido e necessário zelo. Em segundo lugar, parece-me que uma diferença de preço equivalente a 81% está muito além de qualquer limite razoável, o que sugere cautela. Em terceiro

lugar, além dos altos valores e do elevado número de interesses envolvidos, trata-se, é verdade, de avaliações difíceis, complexas e subjetivas, o que pressupõe a possibilidade de distorções, involuntárias ou propositais. Finalmente, no caso específico da CVRD, trata-se da maior produtora/exportadora de ferro do mundo, com muitas atividades diversificadas.

Enfim, um empreendimento que possui uma história de 54 anos de funcionamento reúne mais de cinquenta importantes companhias, entre subsidiárias e

**As participações acionárias da Vale pertencem ao povo. Deviam, por isso, ser tratadas com o devido zelo**

coligadas, e constituiu-se no sétimo maior grupo nacional. Sua performance em 1995 indica vendas de R\$ 3,5 bilhões, lucro de R\$ 329 milhões, patrimônio líquido de R\$ 10,5 bilhões, sólida estrutura financeira e excelente nível de capitalização, fruto de um bom gerenciamento. Embora algumas estatais já tenham sido privatizadas, muitas outras ainda deverão sê-lo e, nesse sentido, entendo que o momento é apropriado para reflexões, sendo oportuno, portanto, mencionar o seguinte:

I — O edital de 6 de março, anteriormente citado, indica em seu capítulo 7 que o patrimônio líquido da CVRD em 31/12/95 era de R\$ 10.520.000.000,00. Coincidentemente, um dia antes, no dia 5 de março, foi noticiado que a CVRD obteve durante o exercício de 1996 um lucro de R\$ 632

milhões. Em vista disso, podemos deduzir que, ao iniciar o ano de 1996 com um patrimônio de R\$ 10.520.000.000,00 e ter auferido nesse mesmo exercício um lucro de R\$ 632.000.000,00, a CVRD encerrou o período com um patrimônio líquido em torno de R\$ 11.152.000.000,00. Sem levar em conta a inflação de 1996 e os resultados de janeiro, fevereiro, março e abril de 1997 (que deveriam ser utilizados no cálculo), teremos um valor patrimonial por ação, em 31/12/1996, equivalente a R\$ 28,70 (resultado da divisão de R\$ 11.152.000.000,00 pelas 388.559.056 ações componentes do capital da CVRD). Esse valor vem a ser cerca de 7,6% superior aos R\$ 26,67 mencionados no edital. Observe-se que, ao contrário da imensa maioria das empresas brasileiras, os demonstrativos da CVRD são apurados com a devida correção e têm total confiança de todos os que deles se utilizam. Então, conclui-se que o valor desse patrimônio líquido espelha uma verdade e, conseqüentemente, deveria ser utilizado como piso de avaliação.

II — No dia 5 de março, data em que foi divulgado o preço mínimo das ações da CVRD, a cotação média das transações efetuadas com suas ações ordinárias nominativas na Bolsa de Valores

de São Paulo era equivalente a R\$ 32,18. Ora, todos aqueles que operam no segmento que envolve aplicação de recursos em ações sabem que o mercado bursátil nacional, por sua pequenez, é muito facilmente influenciável por pressões oportunistas de compras e vendas, possibilitando alterar artificialmente o preço da ação de acordo com a vontade do executor. No caso particular da CVRD, essa manobra seria no sentido de reduzir seu preço. Uma vez que durante os últimos dez meses suas ações revelaram uma valorização muito superior à média do mercado (61%, ante apenas 35% do Ibovespa), supõe-se que, se houve manobra, seu objetivo só parcialmente foi atingido. Podemos, então, concluir que, se o mercado é saudável, as oscilações de preços são espontâneas e as informações relevantes são de conhecimento público, como é o caso da CVRD, o preço de referência teria que ser, no mínimo, o preço médio das ações ordinárias nominativas no dia do anúncio, isto é, R\$ 32,18, o que significa um valor cerca de 20,7% superior aos R\$ 26,67 mencionados no edital.

III — Um terceiro modelo de análise normalmente utilizado e razoavelmente confiável para estabelecer um parâmetro que represente o valor de empresas é, resu-

midamente, o seguinte: (1) projeta-se um fluxo de caixa anual para o período de vida útil do empreendimento; (2) estima-se o valor de venda dos ativos no final desse período, e (3), aplicando-se uma taxa de desconto, calcula-se o valor atual do fluxo de caixa e do valor de realização dos ativos. Com base no valor médio do fluxo de caixa gerado durante os últimos cinco anos, estimamos que a empresa poderá gerar um saldo médio anual, durante os próximos cem anos, equivalente a R\$ 919.000.000,00. Observe-se que é uma projeção bastante pessimista, pois estamos supondo que o fluxo será constante ano a ano (tem sido crescente) e auferido ao término de cada exercício (é realizado a cada dia). Assumimos também que o valor dos ativos da CVRD, ao fim dos próximos cem anos, será nulo. Esse fluxo de caixa, trazido a valor presente a uma taxa de desconto equivalente a 8,25% ao ano (Prime/USA), resulta em um valor atual de R\$ 11.136.000.000,00, o que representa um valor por ação de R\$ 28,65 (quociente da divisão de R\$ 11.136.000.000,00 por 388.559.056), ou seja, 7,4% superior aos R\$ 26,67 mencionados no edital.

Ora, esses são, resumidamente, os processos normalmente utilizados para nortear o preço de venda de uma empresa. Todos apontam para um valor superior

ao escolhido pelos responsáveis pela sua determinação. No entanto, o que realmente incomoda é o fato de sabermos que em todo lugar do mundo qualquer empresa saudável que venha a ter seu controle acionário negociado tem seu preço de venda estabelecido em um nível muito superior não só à sua cotação em bolsa, mas também ao resultado de qualquer processo matemático de avaliação. Mormente quando essa empresa desenvolve uma atividade altamente estratégica, não só para a economia nacional, como para a indústria metalúrgica mundial, o que é o caso da CVRD.

**No caso da privatização da Vale do Rio Doce, são muitas as dúvidas que precisam ser esclarecidas**

Não obstante, ficam sem resposta importantes indagações, como: por que tanta pressa em vender a CVRD? Por que utilizar dados de 1995, se já encerramos 1996? Por que vender a CVRD agora, se há ainda uma imensa relação de empresas a serem privatizadas? Que motivos realmente relevantes justificam a venda da CVRD neste momento? Finalmente, diante de que fatos os membros integrantes do CND teriam a disposição, a coragem e a firmeza necessárias para rever o preço mínimo acima mencionado, visto que, até a hora em que, no leilão, o martelo descer, todos os valores são subjetivos e integralmente embasados em puras estimativas?