

# RELATÓRIO DE GESTÃO

---

2º Trimestre 2013



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Edge Investimentos, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza, sujeita às flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez, o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. Nos fundos geridos pela Edge Investimentos, a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá nos fornecer cópias de seus documentos de identificação, entre outros documentos cadastrais. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

---

## Índice

Indicadores .....	3
Desempenho de Longo Prazo .....	3
Detalhamento da Performance .....	4
Atividade no Trimestre .....	5
Comentários Iniciais .....	5
Variações no Caixa do Fundo .....	6
Atribuição de Performance .....	7
Alocação Setorial e <i>Turnover</i> .....	8
Portfólio .....	9
Serviços Financeiros .....	9
Setor Imobiliário .....	10
Utilidades Públicas e Energia .....	11
<i>Industrials</i> e <i>Commodities</i> .....	12
Outros Assuntos .....	12
Ações ON versus PN .....	12
Outros Assuntos – Fundo Exclusivo – Evento Subsequente .....	18

## Indicadores

### Desempenho de Longo Prazo

Apresentamos abaixo o desempenho de longo prazo do Edge Value FIA.

Acreditamos que a performance do fundo deva ser analisada no horizonte de pelo menos três anos.

Como sempre, relembramos que nosso objetivo é obter um retorno absoluto de longo prazo, que seja superior ao nosso custo de capital e com risco controlado de perdas permanentes.

Não objetivamos superar a rentabilidade do Índice Bovespa todos os meses ou anos. Muito pelo contrário, é de se esperar que uma postura conservadora de gestão apresente retornos inferiores ao mercado em momentos de euforia.

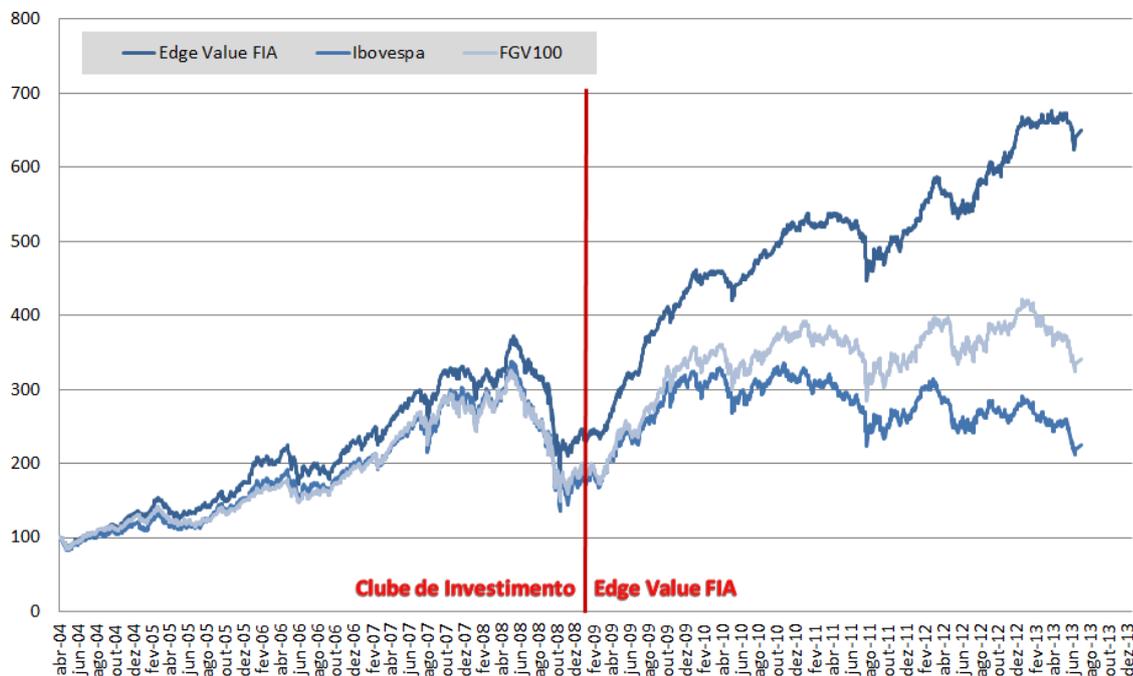
As tabelas abaixo apresentam o retorno percentual do fundo e o desempenho de um investimento simulado de R\$ 1.000,00 realizado no momento de abertura do Clube San Francisco, veículo que deu origem ao Edge Value FIA. Nos dois casos, comparamos nossa performance àquela do FGV-100 e Ibovespa.

Período	Retorno (%)				Valorização de investimento simulado de R\$ 1.000,00				
	Edge Value	FGV100	IBOV	CDI	Edge Value	FGV100	IBOV	CDI	
4T 2013	-	-	-	-	-	-	-	-	
3T 2013	-	-	-	-	-	-	-	-	
2T 2013	-4,7%	-12,6%	-15,8%	1,8%	R\$ 6.404	R\$ 3.095	R\$ 2.386	R\$ 2.889	
1T 2013	1,8%	-6,5%	-7,5%	1,6%	R\$ 6.719	R\$ 3.543	R\$ 2.833	R\$ 2.838	
2013 YTD	-2,95%	-18,34%	-22,14%	3,43%	-	-	-	-	
2012	27,8%	21,8%	7,4%	8,4%	R\$ 6.599	R\$ 3.790	R\$ 3.065	R\$ 2.793	
2011	-1,9%	-10,6%	-18,1%	11,6%	R\$ 5.162	R\$ 3.112	R\$ 2.853	R\$ 2.576	
2010	19,0%	10,2%	1,1%	9,8%	R\$ 5.262	R\$ 3.481	R\$ 3.484	R\$ 2.309	
2009	85,8%	87,7%	82,7%	9,9%	R\$ 4.422	R\$ 3.158	R\$ 3.448	R\$ 2.104	
Clube de Investimento	2008	-27,2%	-34,1%	-41,2%	12,4%	R\$ 2.380	R\$ 1.683	R\$ 1.888	R\$ 1.915
	2007	40,3%	40,1%	43,7%	11,8%	R\$ 3.269	R\$ 2.553	R\$ 3.212	R\$ 1.704
	2006	33,1%	31,6%	33,7%	15,0%	R\$ 2.330	R\$ 1.823	R\$ 2.235	R\$ 1.524
	2005	29,2%	15,2%	27,1%	19,0%	R\$ 1.750	R\$ 1.386	R\$ 1.671	R\$ 1.325
	2004*	35,4%	20,3%	31,5%	11,3%	R\$ 1.354	R\$ 1.203	R\$ 1.315	R\$ 1.113
Desde o início	540,5%	235,6%	118,0%	188,9%					
Retorno anualizado	21,5%	13,5%	8,5%	11,8%					

\* Cálculo a partir da criação do clube, em 15/04/04

## Detalhamento da Performance

Abaixo, apresentamos a tabela de detalhamento mensal do retorno do fundo e o gráfico comparativo de rentabilidade.



2013	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
<b>Edge</b>	0,02%	0,50%	1,30%	-0,60%	-0,99%	-3,15%							<b>-2,95%</b>
<b>Ibov</b>	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,26%	-2,28%	-11,30%							<b>-22,14%</b>
2012	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
<b>Edge</b>	2,85%	5,45%	3,63%	-2,78%	-3,65%	1,03%	2,31%	3,01%	2,05%	2,58%	2,98%	5,81%	<b>27,84%</b>
<b>Ibov</b>	11,14%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%	1,72%	3,70%	-3,56%	0,71%	6,05%	<b>7,40%</b>
2011	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
<b>Edge</b>	-0,23%	-0,36%	1,92%	0,77%	-1,15%	-0,64%	-3,98%	-4,93%	-0,23%	4,95%	-0,66%	3,04%	<b>-1,90%</b>
<b>Ibov</b>	-3,94%	1,22%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	<b>-18,11%</b>
2010	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
<b>Edge</b>	1,77%	0,91%	0,89%	-1,99%	-1,80%	1,94%	4,61%	2,70%	0,38%	3,95%	3,30%	1,06%	<b>18,99%</b>
<b>Ibov</b>	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	<b>1,05%</b>
2009	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
<b>Edge</b>	0,27%	1,89%	2,17%	15,54%	8,37%	3,65%	10,76%	4,98%	5,91%	-0,44%	5,86%	5,67%	<b>85,79%</b>
<b>Ibov</b>	4,66%	-2,84%	7,18%	15,55%	12,49%	-3,26%	6,41%	3,15%	8,90%	0,05%	8,93%	2,30%	<b>82,66%</b>

## Atividade no Trimestre

### Comentários Iniciais

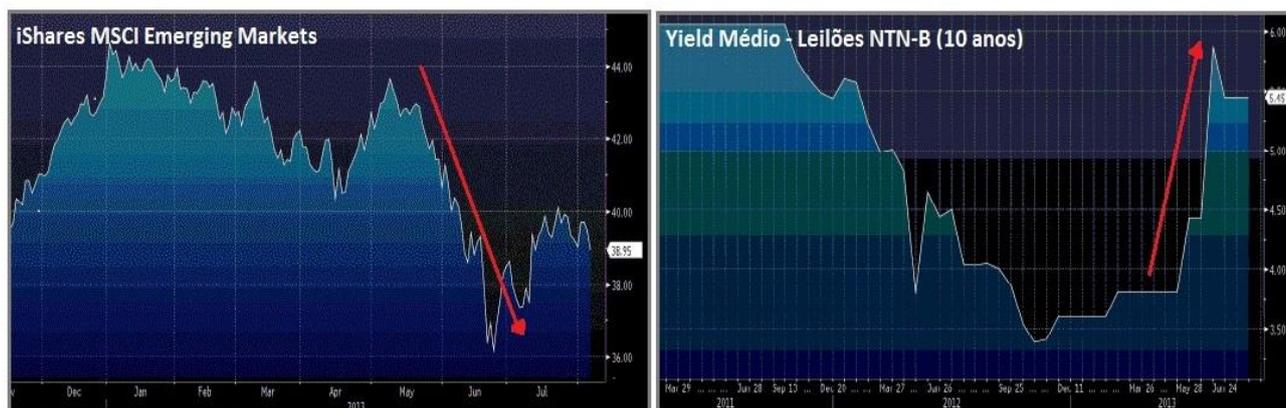
*“Never have investors reached so high for so little return. Never have investors stooped so low for so much risk.”<sup>1</sup>*

*Bill Gross – PIMCO Portfolio Manager*

Até meados do último trimestre, os preços dos ativos eram suportados pelo consenso que as políticas de estímulo monetário do FED não seriam retiradas no horizonte de médio prazo. Essa prática, somada às taxas de juros historicamente baixas, distorcia os mercados, forçando os investidores a buscarem retornos em ativos arriscados – *high yield bonds*<sup>2</sup> e Ações – e estimulando as operações de *carry trade*<sup>3</sup>.

Com esse pano de fundo, o Brasil vivia uma situação semelhante. Apesar de ser difícil decompor as relações de causalidade, era possível observar no mercado interno a compressão dos retornos nas mais diversas classes de ativo: a taxa SELIC, definida pelo Banco Central, apresentou forte queda, os retornos das empresas reguladas eram constantemente revistos para baixo, os leilões de concessão traziam taxas internas de retorno inferiores a 5%, as NTN-B's e os preços dos imóveis dispararam. Mesmo com uma situação econômica completamente distinta da americana, o retorno real de um investidor pessoa física, considerando o imposto de renda – calculado sobre os ganhos nominais – era bastante próximo a zero.

Tudo isso mudou no final de maio, quando Ben Bernanke sinalizou que o *Quantitative Easing* seria gradualmente removido no futuro próximo, levando ao desmonte das posições em ativos de risco e ao fechamento de parte dos *carry trades* abertos. Esse fluxo de capitais levou a uma forte desvalorização das ações, de moedas emergentes e de ativos de dívida. Os gráficos abaixo mostram as variações de preços de alguns ativos mencionados:



<sup>1</sup> Tradução livre: “Nunca antes os investidores aceitaram tão pouco retorno para tanto risco.”

<sup>2</sup> *high yield bonds* são títulos de dívida com maior risco de crédito e que, portanto, pagam taxas maiores.

<sup>3</sup> *Carry Trade* são operações onde um investidor toma dinheiro emprestado em moedas com baixa taxa de juros e aplica estes recursos em regiões de taxa elevada, se apropriando da diferença.

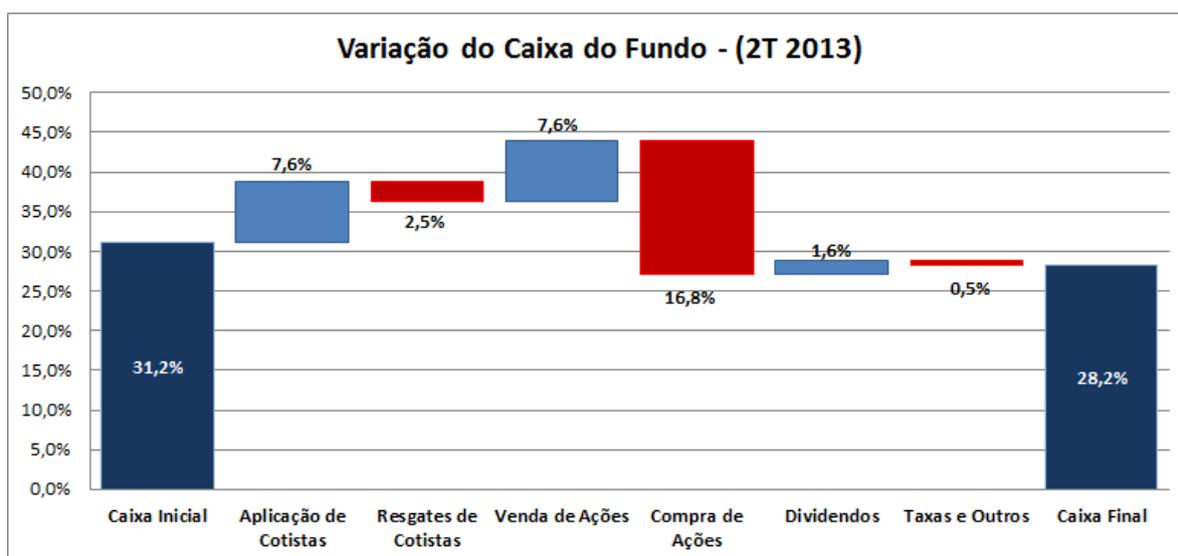
## Variações no Caixa do Fundo

No trimestre, aproveitamos a desvalorização dos ativos para alocar parte do caixa em ações de empresas já em carteira e/ou que acompanhávamos há bastante tempo. O movimento de aumento da exposição continuou no mês de julho, quando nossa posição de caixa atingiu o menor nível desde 2010, de 24% dos ativos.

A despeito das alocações recentes, o portfólio do fundo permanece prudentemente diversificado, exposto a empresas rentáveis e com um nível de caixa elevado para os padrões da indústria de fundos de ação. Como já repetimos algumas vezes, o nosso mandato não contempla ficar 100% comprado o tempo todo, posição que teremos apenas em momentos de *opportunity set* muito fértil, como foi o caso do final de 2008.

Temos hoje uma visão ainda bastante cautelosa: acreditamos que o preço menos exuberante das ações é compensado por indícios claros de piora institucional e econômica, que, em última instância, aumenta o prêmio de risco exigido por qualquer investidor racional.

O gráfico abaixo demonstra a evolução da posição em caixa do fundo no trimestre. Os percentuais são calculados com base no patrimônio médio no período compreendido entre abril e junho.



## Atribuição de Performance

Dos investimentos em carteira, os principais destaques positivos foram Cielo ON e AES Tietê ON.

Os principais destaques negativos foram Itaúsa PN, Comgás PNA, São Carlos ON, Coelce PNA e Porto Seguro ON. Acreditamos que as desvalorizações observadas não guardam correlação com o desempenho econômico-financeiro das empresas e são consequência exclusiva de fluxos de capital.

A tabela abaixo detalha as maiores contribuições negativas e positivas ao desempenho no último trimestre.

Contribuições Positivas		Contribuições Negativas	
Company	Performance Attribution	Company	Performance Attribution
AES Tietê ON	0,45%	Itaúsa PN	-1,58%
Cielo ON	0,36%	Comgás PNA	-1,33%
		São Carlos ON	-0,91%
		Coelce PNA	-0,70%
		Porto Seguro ON	-0,61%

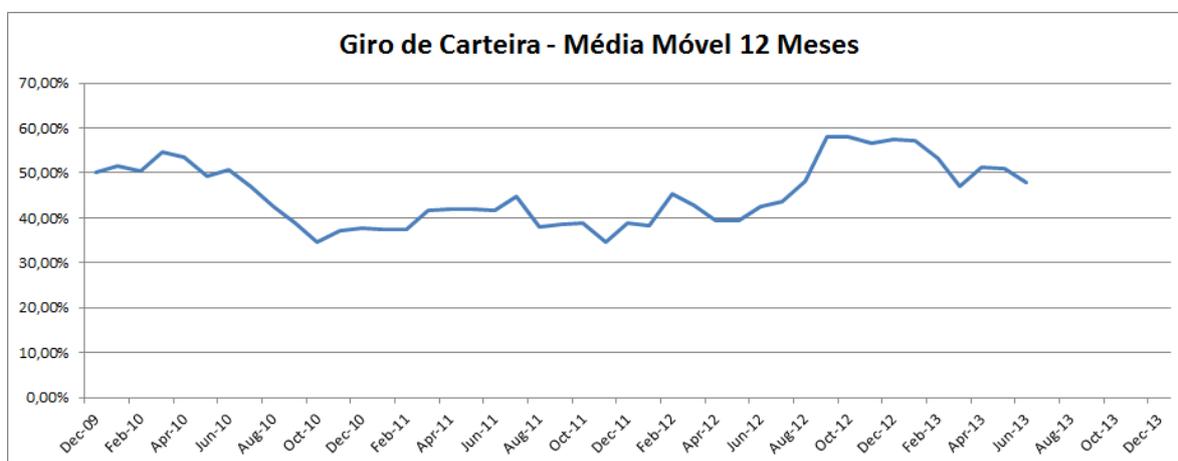
## Alocação Setorial e Turnover

Os gráficos abaixo apresentam a alocação setorial histórica e o giro da carteira do fundo.

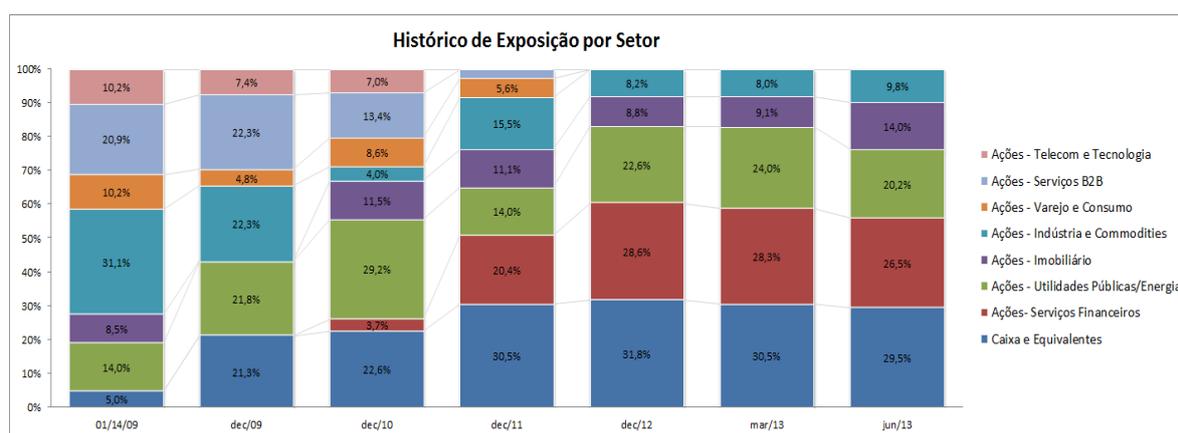
Como é de se esperar, nossa forma de investir resulta em um giro de carteira mais baixo do que a média dos fundos de ações.

Acreditamos que o retorno do fundo será composto majoritariamente pela geração de caixa das empresas em carteira, que é reinvestida no próprio negócio ou distribuída como dividendos. Os ganhos atribuíveis aos investimentos de menor prazo, onde a diferença do múltiplo de entrada e saída é determinante, devem representar um percentual pequeno da rentabilidade total e da carteira do fundo.

Não obstante, nosso giro tende a variar de acordo com a volatilidade das ações que acompanhamos à medida que usamos as oscilações de mercado para aumentar ou reduzir posições a preços atrativos.



\* Calculado como o quociente entre o total de venda de ações nos últimos 12 meses e o PL médio do fundo.



\* Os percentuais acima são calculados com base no PL do fundo no final do período.

## Portfólio

A tabela abaixo apresenta a composição do nosso portfólio de ações, de acordo com os critérios de classificação setorial utilizada internamente.

	Jun/13
Caixa e Equivalentes	29,5%
Bancos e Serviços Financeiros	26,5%
Utilidades Públicas e Energia	20,2%
Imobiliário	14,0%
Indústria e Commodities	9,8%

\* Os percentuais acima são calculados com base no PL do fundo no final do período.

### Serviços Financeiros

Nessa categoria, investimos em cinco empresas: Bradesco, Itaúsa, Cielo, BM&FBovespa e Porto Seguro. Em linhas gerais, todos esses investimentos apresentam sólida posição competitiva, *market share* relevante e oportunidades rentáveis de crescimento.

No último trimestre, aumentamos nosso investimento na BM&FBovespa, que hoje representa 5% do patrimônio do fundo. Compramos as ações adicionais após uma queda do patamar de R\$ 14,00 para R\$ 12,00, que talvez tenha sido motivada pelo anúncio de entrada de uma nova bolsa concorrente, a ATS.

A ATS é uma *joint venture* entre a Americas Trading Group, empresa brasileira fundada em 2010, com foco em sistemas de *electronic trading*, e a NYSE Euronext, grupo internacional conhecido por controlar a Bolsa de Nova Iorque.

Essa é a terceira vez que um concorrente anuncia sua entrada no mercado brasileiro, atualmente atendido apenas pela BM&FBovespa. No passado recente, tanto a BATS quanto a Direct Edge tentaram – sem sucesso até o momento – criar um novo ambiente de negociação de ações no Brasil.

Foi o potencial da entrada de concorrência, inclusive, que motivou a CVM a encomendar um estudo à consultoria britânica Oxera, que concluiu não ser possível afirmar que os benefícios da introdução de concorrência seriam superiores aos custos advindos da fragmentação de mercado<sup>4</sup>.

Nossa leitura indica que o discurso otimista da ATS subestima as barreiras relevantes à entrada, das quais destacamos três: (i) o mercado endereçável pela ATS – apenas *trading* de ações, por enquanto – é pequeno demais para se obter as economias de escala desejáveis; (ii) o acesso à *clearing* da BM&FBovespa não será disponibilizado até 2015 e o investimento para montar uma *clearing* própria é bastante elevado; e (iii) diversas corretoras de valores não dispõem dos recursos técnicos e financeiros necessários à integração ao novo ambiente de negociação.

Mesmo com todas as dificuldades, estamos acompanhando de perto os movimentos dos potenciais entrantes. Recentemente, a CVM divulgou dois editais de audiência pública para discutir a concorrência

<sup>4</sup> “Overall, the cost-benefit-analysis suggests that at this point in time benefits may or may not yet outweigh costs”. Vide <http://www.oxera.com/News---Events/News/June-2012/Introducing-competition-into-the-capital-market-in.aspx>

entre plataformas<sup>5</sup> e as regras aplicáveis ao depósito centralizado de ações<sup>6</sup>, temas de fundamental importância para nosso caso de investimento. Esperamos trazer novidades nos próximos relatórios.

### Setor Imobiliário

No setor imobiliário, somos acionistas de São Carlos, Multiplan e BR Properties, as duas últimas adquiridas no decorrer do semestre, representando 10%, 4% e 1% do fundo, respectivamente. Comentaremos rapidamente sobre Multiplan.

A Multiplan atua, primordialmente, no segmento de *shoppings centers*, incorporando, desenvolvendo e administrando ativos deste gênero. Eventualmente, a empresa explora oportunidades únicas de incorporação imobiliária (*i.e.* torres comerciais e/ou residenciais), geralmente nos arredores dos *shoppings*, contribuindo para o aumento do fluxo de pessoas na região.

Não é a primeira vez que investimos no setor de *shoppings centers*, cujo *economics* nos agrada bastante, em função da estabilidade na geração de caixa, repasse de inflação e baixa necessidade de investimento na manutenção dos ativos fixos que, salvo raras exceções, se valorizam com o tempo.

Esse incremento no valor dos ativos no longo prazo é, inclusive, extremamente bem explorado pela Multiplan. O Barra Shopping, por exemplo, está a caminho de sua sétima expansão em 30 anos de vida, tendo apresentado grande valorização junto com a região. Nenhuma empresa no Brasil possui histórico semelhante ao da Multiplan nesse quesito.

As fotos abaixo mostram o desenvolvimento de longo prazo das regiões do Barra Shopping e BH Shopping:



Construção do BH Shopping



Construção do Barra Shopping



BH Shopping atualmente



Barra Shopping atualmente

<sup>5</sup> Edital de Audiência Pública SDM n° 05/13: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/Edital%20SDM%2005%202013.pdf>

<sup>6</sup> Edital de Audiência Pública SDM n° 06/13: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/Edital%20Aud%20Pub%20SDM%20-%202006-13.pdf>

Outro ponto que merece destaque é o projeto “Morumbi Corporate”, que está em fase final de construção. O empreendimento é composto por duas torres *triple A*, localizadas na região da Av. Eng. Luís Carlos Berrini, em São Paulo, que perfazem 74.200 m<sup>2</sup> de ABL<sup>7</sup>, cujo valor estimamos superar R\$ 1 bilhão.

Alguns aspectos conjunturais, no entanto, inspiram maior atenção. O desenvolvimento da indústria brasileira de *shoppings* ocorreu em um ambiente com restrição de capital, o que tornava a oferta de ABL escassa e a concorrência menos pronunciada. Hoje, por outro lado, com as principais companhias capitalizadas e a facilidade de levantar recursos no mercado, o crescimento da oferta de ABL tem sido enorme. No ano de 2012, foram inaugurados 27 novos *shoppings* no Brasil e, nesse ano, há uma previsão de 41 novos empreendimentos, o que certamente suscita dúvidas quanto a dificuldades na locação.

Acreditamos, no entanto, que o impacto negativo da nova oferta de ABL na Multiplan será pouco relevante, limitado a alguns empreendimentos recém-inaugurados. Os *shoppings* já consolidados não devem ter problemas em manter os aluguéis, a inadimplência e a vacância em patamares saudáveis.

Por fim, outro vento contrário à valorização das ações no setor é o aumento da taxa de juros que, inevitavelmente, nos leva a perguntar qual é o nível justo de *cap rate*<sup>8</sup> para transações com ativos imobiliários. Tudo o mais constante, quanto maior a taxa de juros, menor o valor justo atribuível a uma laje corporativa ou a um *shopping center*. Consideramos, todavia, que tanto Multiplan quanto São Carlos negociam hoje a prêmios excessivos em relação aos patamares atuais de juros de longo prazo, tendo assim energia potencial para futuras valorizações.

\*\*\*\*\*

Evento Subsequente:

Recentemente, obtivemos a informação que a Procter & Gamble locou a totalidade do imóvel Torre Z, concorrente direto tanto das torres da Multiplan quanto da EZ Tower, da São Carlos. O valor do aluguel, estimado em R\$ 105/m<sup>2</sup>, supera nossa projeção para a região e é um sinal de que, mesmo com o crescimento pífio do PIB, ainda existe uma demanda forte de migração de empresas de prédios mais antigos para torres modernas.

## Utilidades Públicas e Energia

Nossas empresas de utilidade pública são Coelce, Comgás e Tractebel. As maiores exposições são Comgás e Coelce, cada uma com aproximadamente 10% do fundo.

Nesse trimestre, desinvestimos de AES Tietê. O retorno no investimento foi de aproximadamente 24% no período, consequência dos dividendos recebidos e da diferença do múltiplo de entrada e saída que, em nossa opinião, já refletia integralmente nossa estimativa de valor intrínseco considerando a recontração de energia após 2015 a um preço líquido de R\$ 110/MWh.

---

<sup>7</sup> Área Bruta Locável

<sup>8</sup> *Cap Rate* é a nomenclatura comumente usada no setor para definir o quociente entre o valor pago por um ativo e seu resultado operacional.

## **Industrials e Commodities**

Nessa categoria, incluímos nossos investimentos em Randon e Gerdau.

Continuamos preocupados com o desequilíbrio entre a oferta e a demanda de aço no mundo. Estimamos que exista uma capacidade ociosa global de aproximadamente 300 milhões de toneladas de aço, relativamente concentradas na China e na Europa. Não enxergamos uma solução de curto prazo para o problema, na medida em que o fechamento de capacidade tem um custo político/social grande – principalmente no que tange à geração de empregos nas regiões produtoras – e uma recuperação rápida de demanda soa incompatível com o momento econômico vivido pelas economias europeia e chinesa.

Por conseguinte, nos parece provável que a concorrência do aço importado permanecerá elevada em diversos mercados e que parte predominante do *profit pool* da cadeia siderúrgica continuará a ser capturado pelos fornecedores de matéria prima e, em menor escala, pelas atividades de distribuição.

Isso posto, acreditamos que a Gerdau é a empresa mais bem posicionada para navegar esse cenário desafiador e que o *valuation* atual nos oferece margem de segurança suficiente para manter o investimento em carteira.

## **Outros Assuntos**

### **Ações ON versus PN**

Grande parte do esforço analítico no dia a dia da Edge Investimentos consiste em compreender os diversos elementos econômicos, financeiros e políticos que circunscrevem as empresas brasileiras, atribuindo ou tirando-lhes valor. Características setoriais, ativos intangíveis, aspectos regulatórios, oportunidades de reinvestimento, relações societárias e práticas contábeis são alguns exemplos dessa vasta lista. Cada tese de investimento traz consigo um modelo de negócios repleto de peculiaridades que precisam passar pelo nosso crivo, num exercício iterativo que culmina com a nossa decisão fundamentada de investir – ou não – em uma companhia, a um determinado preço.

Nesse momento, possivelmente entra em cena uma intrigante questão adicional, tema desta seção do relatório: seria preferível investir em ações ordinárias (ONs) ou preferenciais (PNs, caso existam<sup>9</sup>) de uma determinada empresa?

A essência do dilema está no fato de cada classe de ação possuir uma combinação de características, tanto no que diz respeito a seus direitos em relação à companhia emissora (direito a voto, distribuição de

---

<sup>9</sup> As companhias listadas no Novo Mercado e no Bovespa Mais não podem emitir ações preferenciais e, portanto, nos dispensam dessa avaliação. Atualmente, há pouco mais de 30 companhias listadas na Bovespa com mais de uma classe ativa de ações.

dividendos, *tag along*, etc.), quanto no que tange aos aspectos de mercado (liquidez e preço da ação, essencialmente) <sup>10</sup>.

Nosso ponto de partida para lidar com esse impasse na escolha entre ONs e PNs é avaliar os *direitos* que cada classe possui. A primeira constatação é de que, via de regra, as companhias brasileiras com duas classes de ações possuem controlador definido, detentor da maioria das ações votantes. Portanto, como acionistas minoritários, o direito de voto que cabe às ações ordinárias do *free float* nos parece de pouca utilidade, especialmente em companhias de maior capitalização de mercado.

Pensemos a seguir na distribuição de dividendos. Se, por um lado, em um plano mais teórico, o valor econômico da empresa corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa futuros descontados ao custo de capital, por outro, de forma bastante prática, o modo pelo qual eles são acessados pelos dois grupos de acionistas – ordinaristas e preferencialistas – não é necessariamente o mesmo.

O Art. 17 da Lei das S.A. (LSA) <sup>11</sup>, em redação dada pela sua última reforma, em 2001, confere uma série de possíveis vantagens às ações preferenciais com restrição ao direito de voto, sendo a mais adotada aquela que prevê o direito ao recebimento de dividendo 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária. Dentre as companhias do portfólio do Edge Value FIA, é o caso de Bradesco PN e Comgás PN.

Embora a distribuição de dividendos não seja necessariamente a mesma entre as classes de ações, há regras legais e estatutárias que balizam seu funcionamento. No entanto, o que os acionistas minoritários (quer sejam detentores de ações ordinárias ou preferenciais) geralmente desconhecem *ex-ante* é o *montante* que será destinado à distribuição, uma vez que a determinação do lucro distribuível é função da vontade da maioria do capital votante, que aprova em assembleia geral a remuneração dos órgãos da administração, o orçamento de capital da companhia e a destinação dos lucros.

Seguindo esse raciocínio, poderia um controlador de uma companhia, também no exercício da presidência do seu conselho de administração, deliberar a favor de uma remuneração para si desproporcional à sua contribuição na condução dos negócios, em claro detrimento aos lucros distribuíveis aos demais acionistas? A resposta, infelizmente, é afirmativa – e a História, rica em exemplos<sup>12</sup>.

Esse detalhe traz à tona, pela lógica da distribuição de proventos, um risco intimamente ligado ao dilema em questão: o acionista controlador tomar decisões em benefício próprio, mas com consequências negativas para os demais acionistas. Nesse quesito, o histórico de operações societárias no Brasil, com prejuízo para acionistas minoritários detentores de ações tanto ON quanto PN, impressiona.

Na Edge, nossa abordagem em relação ao tema é buscar entender ao máximo as motivações dos grupos controladores, bem como as relações societárias que regem cada empresa. De modo geral, se não tivermos

---

<sup>10</sup> Tratamos aqui da mera decisão de investir em uma ou outra classe de ações. Para uma perspectiva histórica acerca da natureza das ações preferenciais, recomendamos a leitura da tese “Breve Estudo Sobre a Natureza das Ações Preferenciais” (Chagas, 2005) e do livro “O Valor das Empresas” (Graciano Sá, Editora Documenta Histórica, 2ª edição, 2007).

<sup>11</sup> Lei 6.404/76, cuja redação consolidada pode ser acessada em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)

<sup>12</sup> Um episódio análogo envolvendo o Banco Mercantil do Brasil S.A. foi recentemente julgado pela CVM: [http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM-divulga-resultado-de-Processo-Administrativo-Sancionador-julgado-em-11062013\\_2.asp](http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM-divulga-resultado-de-Processo-Administrativo-Sancionador-julgado-em-11062013_2.asp). Recomendamos a leitura das diversas decisões do Colegiado da autarquia a respeito do caso.

conforto em investir em ações preferenciais de uma companhia por conta exclusivamente de um eventual (des)alinhamento de interesses, provavelmente também não investiremos nas ordinárias.

Outra característica que é peça-chave para subsidiar a decisão de em qual classe de ação investir é o direito de *tag along*. Assegurado pelo Art. 254-A da LSA, ele garante, em eventual alienação do controle de uma companhia, a possibilidade de venda de todas as ações ordinárias detidas pelos demais acionistas ao preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações ordinárias do controlador.

Além disso, com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a Bovespa criou no início da década passada segmentos especiais de listagem, de adesão voluntária por parte das companhias, com regras adicionais de governança corporativa. Então, por exemplo, todas as companhias que desejarem se listar no Nível 2 devem conceder direito de *tag along* de 100% para todas as ações ON e PN.<sup>13</sup>

Em geral, temos uma visão positiva quanto à existência do direito de *tag along* em algumas companhias em que investimos, mas não vemos esse atributo como necessário, cabendo uma análise caso a caso. Naturalmente, quanto menor a chance de uma empresa ser alvo de aquisição, menos relevante torna-se esse direito.

Um elemento pouco comentado, mas que ganhou certa repercussão na recente reestruturação do Grupo Telemar, é o direito de retirada. Regido pelo Art. 137 da LSA, trata-se de um dispositivo que permite ao acionista se retirar da sociedade em determinadas circunstâncias, como no evento da empresa ser incorporada. Nesse caso específico, conforme aponta a LSA, não tem direito de retirada o titular de ação de classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, tal como definido no referido artigo da lei.

Na reestruturação em questão, viriam a atender o critério para direito de retirada as ações ordinárias tanto da Telemar Norte Leste (TMAR3), a valor econômico, conforme determinado em estatuto, quanto da Tele Norte Leste Participações (TNLP3), a valor patrimonial, mas não as da Brasil Telecom (BRTO3), da qual éramos acionistas, pois seria essa a companhia incorporadora. Ainda que o formato da transação proposta não tenha contemplado às ações ordinárias da Brasil Telecom o direito de retirada, era justamente esse o principal motivo pelo qual havíamos optado pelas ON, conforme comentamos no nosso relatório do 1T11<sup>14</sup>.

Outro aspecto a ser analisado é a liquidez de cada classe de ação, medida pelo volume negociado em bolsa<sup>15</sup>. Tudo o mais constante, temos preferência pela classe mais líquida, pois nos permite entrar ou sair de uma posição minimizando a influência sobre as cotações no mercado. Adicionalmente, procuramos sempre adequar o tamanho das posições do fundo em função dessa variável.

---

<sup>13</sup> Para companhias que aderiram ao N2 até 09/05/2011, a regra estipulada era *tag along* de 100% para ON e 80% para PN.

<sup>14</sup> “Por fim, no caso de BRTO, também nos interessava avaliar que diferenças, em termos de proteção aos minoritários, havia entre investir nas classes ON e PN. Recorrendo aos artigos 136 e 137 da Lei das S.A, vemos que a aprovação em assembleia de certos tipos de operação (e.g. fusão, incorporação, cisão, certas aquisições de outras sociedades, etc.) não enseja direito de recesso a valor patrimonial ao acionista da classe de ações que tenha liquidez e dispersão, tal como ali definido. Nesses casos, portanto, apenas as ON teriam direito de recesso. Dado que ambas as classes atualmente negociam no mercado a preços menores que o valor patrimonial da companhia (de pouco mais de R\$19/ação), julgamos estar melhor alinhados e mais protegidos nas ON.” (Relatório de Gestão Edge 1T11)

<sup>15</sup> O conceito de liquidez é um pouco mais complexo, conforme observaram Amihud, Mendelson e Pedersen (2006). No entanto, simplificamos, sem perda do argumento central, dizendo que o volume negociado de uma determinada ação, dado pelo somatório da quantidade vezes o preço, é uma boa representação de sua liquidez no mercado.

Por fim, o *input* final que observamos com o intuito de solucionar o “dilema ON vs. PN” é justamente o preço de cada classe de ação no mercado. A cotação relativa das ações deve refletir as características intrínsecas de cada classe, ou pelo menos a percepção do mercado acerca delas. Ora, da mesma forma que o mercado pode exagerar na *valuation* de uma companhia (para cima ou para baixo), ele pode também se equivocar na discrepância de preço entre duas classes distintas de ações.

Monitoramos constantemente essa dinâmica entre ações ordinárias e preferenciais com o objetivo de tirar proveito, quando possível, das distorções de mercado, após ponderar sobre as características sobre as quais escrevemos. Exemplificamos abaixo com duas situações que atualmente desafiam nossa lógica:

### **Bradesco**

A maioria do capital votante do Banco Bradesco S.A. é detido direta e indiretamente por uma *holding* denominada Cidade de Deus, controlada pela Fundação Bradesco, pela Família Aguiar e pelos administradores do banco. Apenas 26% das suas ações ordinárias estão disponíveis no mercado, de modo que o direito a voto que lhes é assegurado, ao menos na condução normal dos negócios do banco, não nos parece ter muito valor para os acionistas minoritários. Exclusivamente sob esse prisma, então, sentimos indiferença entre sermos detentores de ONs ou PNs.

O mesmo não pode ser dito em relação à política de dividendos do banco, uma vez que às ações preferenciais é garantida uma distribuição de dividendos 10% maior do que para as ordinárias.

Com relação ao direito de *tag along*, os ordinaristas do Bradesco têm direito a receber 100% do valor pago ao acionista controlador em eventual alienação do controle, ao passo que os preferencialistas recebem apenas 80%. A nossa opinião, no entanto, é de que essa diferença torna-se desprezível se ponderada pela probabilidade que atribuímos a uma alienação do controle do banco, cuja capitalização de mercado excede R\$ 120 bilhões.

A liquidez das ações preferenciais do banco é muito maior que das ordinárias. Conforme comentamos anteriormente, quanto mais liquidez, melhor – e vemos pouco espaço para argumento contrário.

Colocando essas características na balança, imaginamos que as preferenciais não deveriam negociar a um preço mais baixo que as ordinárias. E, de fato, era esse o caso quando iniciamos nosso investimento em Bradesco ON, durante o terceiro trimestre de 2012.

No entanto, o desconto das ON em relação às PN, da ordem de 15% a 20%, subitamente transformou-se em prêmio, conforme mostra o gráfico na próxima página:



Figura 1 - Fechamento do desconto de BBDC3 em relação a BBDC4

Ainda que esse comportamento tenha sido provavelmente motivado pela inclusão de BBDC3 no índice MSCI, conforme comentamos em nosso penúltimo relatório, fica a recorrente dúvida do que poderia justificar, no longo prazo, o atual prêmio das ordinárias do banco em relação às preferenciais.

Bradesco	ON	PN
Voto	Sim	Não
Dividendos	x	1,1x
Tag along	100%	80%
Liquidez diária média	R\$ 55m	R\$ 220m
Preço da ação	R\$ 31	R\$ 28

Figura 2 - Bradesco: Quadro comparativo entre ON e PN

Bradesco PN representa aproximadamente 3% do Edge Value FIA.

### Itaúsa

Outro exemplo bastante curioso diz respeito à holding Itaúsa, cujas ações preferenciais representam o maior investimento do Fundo.

Tal como no caso de Bradesco, Itaúsa tem controle definido, detido pela Família Egydio Souza Aranha, de modo que aproximadamente 38% de suas ações ordinárias estão em circulação. Igualmente, pela ótica do direito a voto, não enxergamos vantagens tangíveis em investir nas ações ordinárias da *holding*.

No caso de Itaúsa, porém, tanto o dividendo quanto o direito de *tag along* atribuíveis às ações ordinárias e preferenciais são os mesmos. As ações ordinárias, no entanto, têm baixa liquidez se comparadas às preferenciais.

Novamente, balanceando nossa percepção de prós e contras em relação a ambas as classes de ações, imaginamos que não deveria haver grande diferencial de preço entre ONs e PN. O que vemos no mercado, no entanto, é um prêmio para as ações ordinárias de quase 60%!



Figura 3 – Desconto (negativo) das ações ordinárias da Itaúsa em relação às preferenciais

Conhecemos a literatura que trata da baixa eficiência na precificação de ativos em ambientes de menor liquidez e entendemos que a Itaúsa pode ser um exemplo. Contudo, não deixa de ser inquietante a discrepância entre os preços de suas classes de ações...

Itaúsa	ON	PN
Voto	Sim	Não
Dividendos	Iguais	
Tag along	80%	80%
Liquidez diária média	R\$ 0,4m	R\$ 110m
Preço da ação	R\$ 13	R\$ 8

Figura 4 - Itaúsa: Quadro comparativo entre ON e PN

Itaúsa PN representa aproximadamente 13% do Edge Value FIA.

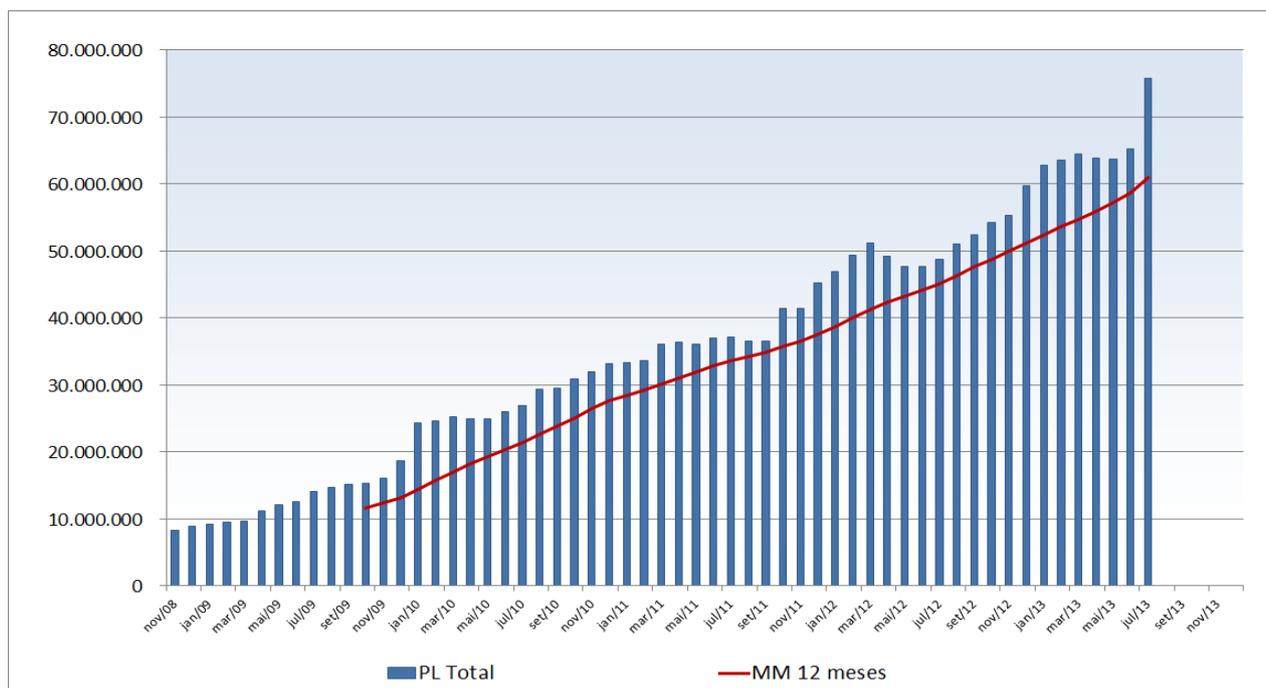
Não custa lembrar que, como *value investors*, acreditamos que toda distorção de preço que não seja fundamentada tende a ser corrigida em algum momento. Assim, cientes da constante possibilidade de estarmos enganados quanto às nossas conclusões, continuamos atentos à relação entre ações ordinárias e preferenciais das empresas que acompanhamos, sempre buscando entender os elementos que possam justificar a valoração relativa no mercado.

## Outros Assuntos – Fundo Exclusivo

No mês de julho passamos a gerir um fundo exclusivo para um grande grupo financeiro brasileiro. Esse é o primeiro veículo exclusivo gerido pela Edge e seguirá estratégia semelhante a utilizada em nosso fundo principal.

Reiteramos que toda e qualquer decisão de investimento ou desinvestimento que seja simultânea aos dois veículos será executada nas mesmas condições. Como já comentamos em outra oportunidade, todos os sócios da Edge são coinvestidores relevantes no Edge Value FIA.

O gráfico abaixo apresenta a evolução do patrimônio sob gestão da Edge Investimentos.



Obrigado pela confiança.

Atenciosamente,

**Equipe de Gestão Edge Investimentos**