

# Carta

# Dynamo 34

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º SEMESTRE DE 2002

## Do arbítrio à arbitragem

Muito antes que as idéias de justiça, de leis ou de tribunais fossem percebidas, já funcionavam os peculiares mecanismos da arbitragem na solução de disputas.<sup>1</sup> O pastor Paris, chamado pelas deusas Juno, Pallas Athenas e Vênus para escolher a mais bela, é um privilegiado precursor mitológico dos árbitros atuais. As narrativas da caravana de Marco Pólo e os Conselhos de Anciãos das passagens homéricas, são seus antecessores épicos. As práticas de arbitragem comercial de Gregos e Fenícios e os juízes itinerantes do tirano ateniense Peisistratus, são prógonos históricos. Os cinco juízes de Esparta que determinaram a posse da ilha de Salamis para Athenas e não para Megara, e Themistocles, quando o fez para Leucas na desavença entre Corinto e Corcyra, exemplificam arbitragens internacionais bem antes dos tempos da globalização. Natural, consuetudinária, simples e eficiente lá está nos registros da História a arbitragem como cláusula social de solução de conflitos.

São indevidas, portanto, as críticas dos que entendem arbitragem como inovação temerária pela privatização imprópria do monopólio do Estado na produção e distribuição da justiça. Desde a antiguidade até hoje, arbitragem é o processo pelo qual, Estados, instituições ou pessoas constroem um acordo voluntário para submeterem suas divergências a juízes de sua própria escolha, comprometendo-se as partes a respeitar as decisões destes juízes como última instância. É uma forma de se obter um bem coletivo (em alguns casos até mesmo um bem público) através de contrato entre os envolvidos, sem interferência do Estado. Sem interferência, mas, obviamente, não à sua revelia, posto que, no caso brasileiro como no da grande maioria dos países, é a lei do Estado que regula o juízo arbitral. O fundamental é que a arbitragem disponha, como afirma Carreira Alvim "da flexibilidade

que ela precisa para cumprir o seu objetivo, mas atue em bases dogmáticas, a fim de que se tenha, na Justiça convencional, a mesma segurança proporcionada pela Justiça estatal. A jurisdição arbitral pode ser considerada, sem qualquer temor, como uma particularização da jurisdição estatal no seu mais amplo significa-

do: representa ela uma particular parcela da jurisdição pública, entregue pelo Estado a particulares (árbitros) para exercê-la em proveito de particulares (partes interessadas)".<sup>2</sup> Este excesso de tecnicidades jurídicas em uma Carta aos investidores se justifica, como mais claro ficará adiante, para que se dê à opera-

### Nosso Desempenho

Esta Carta cobre o primeiro semestre do ano 2002. Extraordinariamente, deixamos de publicar a Carta relativa ao primeiro trimestre do ano mas pretendemos continuar com a frequência trimestral. A Carta relativa ao terceiro trimestre deverá estar sendo publicada em breve.

Durante o primeiro semestre de 2002, as cotas do Dynamo Cougar tiveram uma valorização de 12%, que se compara a uma queda do Ibovespa de -18,5%, do FGV-100 de -1,2% e do IBX de -1,8%. Mais uma vez, a forte concentração do Ibovespa em ações de empresas de telecomunicações e energia contribuiu para um desempenho bem pior do que o do IBX e FGV-100, índices onde o peso de Vale e Petrobrás são maiores.

É difícil elaborar qualquer comentário sobre o desempenho do Dynamo Cougar no ano de 2002 sem falar da conjuntura política. Mesmo para investidores como a Dynamo que, de fato, se preocupa com o longo prazo, tem sido inevitável incorporar em nossas análises alguns fatores macro econômicos que em tempos normais não estariam presentes. Neste sentido, desde o final do ano passado vem aumentando nossa convicção de que, qualquer que seja o Presidente eleito, a única solução possível para as sucessivas crises de balanço de pagamentos que o país vem passando desde 1995 será um aumento significativo de nossas exportações (só para relembrar as crises: México no início de 1995, Ásia ao final de 1997, Rússia / LTCM em Agosto de 1998, desvalorização do Real no início de 1999, Argentina / apagão / 11 de setembro em 2001 e, finalmente, a crise corrente por conta da eleição de 2002).

Todos estes eventos tiveram efeitos negativos em vários países, mas os países dependentes de capital estrangeiro para fechar suas contas externas, como o Brasil, foram agudamente afetados. Além disso,

qualquer novo Presidente tenderá a mudar o foco da agenda econômica do assunto estabilidade para o assunto crescimento. E independentemente da eficácia e mérito da nova política, exportar será crucial em qualquer caso (embora, talvez, não suficiente).

Por esta razão, desde o início do ano, temos procurado aumentar as participações relativas do Fundo nas empresas que se beneficiam do que entendemos vir a ser o provável novo cenário econômico. Acreditamos que a vantagem comparativa de ter custos em reais e receitas em dólares é não só significativa como também duradoura, em que pese um inevitável aumento da inflação interna que reduzirá parte desta vantagem ao longo do tempo.

Em resumo, nossa carteira tem fluído ao longo do ano ao redor de 50-60% em ações de empresas exportadoras (ou que substituem importações), 20% em empresas cujo valor não é, em princípio, afetado pela desvalorização e 20% em empresas cujo valor real se reduz com a desvalorização. Esta combinação gerou ao longo de 2002 um desempenho excelente em termos relativos e razoável em termos absolutos. O resultado do período não foi melhor por que as ações de várias empresas exportadoras que ganham valor em dólares quando o Real se desvaloriza, não subiram o suficiente em reais para compensar a desvalorização (ou seja, caíram de preço em dólar).

Por último, um esclarecimento: nossa ênfase em empresas exportadoras não significa que tivemos qualquer premonição sobre os atuais níveis de câmbio. Pelo contrário, estamos bastante surpresos. Achávamos apenas que se a vantagem competitiva dos exportadores não viesse via taxa de câmbio, viria via reforma fiscal e estímulos do governo ou, mais provavelmente, via todos estes fatores. E, neste cenário, as companhias voltadas para o mercado externo seriam muito beneficiadas.

(1) A história da arbitragem aqui apresentada, baseia-se no livro de Frances Keller "American Arbitration", BeardBooks, 2000.

(2) Carreira Alvim, J. E., "Tratado Geral da Arbitragem", Editora Mandamentos, 2000, pg. 72.

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.

ção da arbitragem um enquadramento de normalidade e de modernidade jurídica, e não de algum tipo de oportunismo ou casuismo que sugira arbítrio ou anarquia na provisão de justiça. De mais a mais, a associação do setor privado com os poderes públicos na produção do direito parece ser uma tendência contemporânea e fecunda que transcende o tema que estamos tratando nesta Carta.<sup>3</sup>

O direito natural de auto-regulação do cumprimento de compromissos contratuais, deve ser especialmente valorizado em sociedades democráticas onde a vontade individual é livre para contratar aquilo que a lei lhe permite fazer.<sup>4</sup> Este é exatamente o sentido do primeiro artigo da Lei 9.307 de 23 de setembro de 1996 (Lei Brasileira da Arbitragem) que estabelece: "As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis". A tese da auto-regulação é reforçada no artigo 13 da Lei, que determina: "Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes". O caráter definitivo do juízo arbitral é consignado no artigo 31: "A sentença arbitral produz, entre as partes e seus sucessores, os mesmos efeitos da sentença proferida pelos órgãos do Poder Judiciário e, sendo condenatória, constitui título executivo".

As questões societárias e corporativas no Brasil já apresentaram um grau razoável de complexidade. Não dispomos de cortes especializadas no direito societário. A combinação dos vários instrumentos constitutivos e de regulação das empresas no mercado produz um conjunto de regras normativas que exigem uma formação multidisciplinar que não se encontra facilmente em nosso judiciário. Quando se recorre à ação judicial para resolver problemas desta ordem, proliferam os pesados documentos processuais, que tentam descrever operações financeiras intrincadas e desenhos societários sofisticados. A digestão destes tomos de argumentos e contra-argumentos é bem complicada. Sem falar no trânsito pelas mais variadas instâncias até a sentença final. Tudo isso significa que as decisões são sempre muito demoradas e não necessariamente bem fundamentadas. Arbitrar é mais econômico do que litigar, excluído o caso – relevante, como se verá mais adiante – em que uma parte espera obter valor não na sentença final, mas em sua protelação. Como afirma Carreira Alvim: "Se se pudesse apontar como única vantagem da arbitragem a possibilidade de julgamento de litígio exatamente no prazo estabelecido pelas partes, essa instituição já estaria plenamente justificada, num país

onde a Justiça estatal não tem respondido com eficiência, às angústias dos jurisdicionados. No Brasil, existe um (1) juiz para cada 20 mil jurisdicionados, quando em outros países há um (1) juiz para, no máximo, três (3) mil jurisdicionados".<sup>5</sup>

Ao longo dos últimos quase dez anos, a Dynamo adquiriu uma razoável experiência no investimento em companhias brasileiras de capital aberto. Como investidores ativos, nos acostumamos a discutir, sugerir e acompanhar os efeitos práticos dos aperfeiçoamentos societários que vêm ocorrendo em algumas destas empresas. A valorização crescente do que se passou a chamar de boas práticas de governança corporativa, é um bom indicio de amadurecimento do nosso mercado de capitais.. Pois hoje não temos dúvida que a solução de conflitos através do juízo arbitral potencializa muito esta evolução. Mais: talvez sem o recurso da arbitragem, muitos dos direitos adquiridos pelos investidores não poderão ser reivindicados com eficácia quando mais necessários forem. Explicamos em seguida as razões de tal afirmação.

*Tabela I - Desempenho em R\$ até junho de 2002*

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespamédio
60 meses	194.95%	112.90%	-11.09%
36 meses	118.50%	78.44%	-1.69%
12 meses	13.66%	2.57%	-22.86%
6 meses	12.04%	-1.24%	-18.50%

Valordacotaem29/06/2002 = 28,777020775

Uma sociedade anônima está regulada basicamente pelos seguintes dispositivos: Lei das S.A., Estatuto Social, Acordo de Acionistas, normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como pelas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral (documentos gerais – DGs). Apenas estatutos e acordos de acionistas (documentos específicos – DEs) variam de empresa para empresa. Em condições ideais, os investidores deveriam contar com a proteção garantida nos DGs e avaliar os DEs de uma empresa antes de tomar a decisão de investir. DEs que indicam maior equidade entre os acionistas de uma determinada companhia implicariam em uma maior propensão à investir, maior preço da ação, menor custo de capital e, com isso, em vantagem competitiva absoluta. Este processo natural de seleção levaria à evolução dos DEs no sentido demandado pela maioria dos investidores que oferecem seus recursos às companhias. Ocorre que, infelizmente, não basta a qualidade dos

documentos legais para que esta dinâmica se estabeleça: é preciso que se tenha a certeza de que aquilo que está contratado será cumprido (em inglês, *compliance*). O que, no caso brasileiro, não é nada trivial. Sem a agilidade e segurança proporcionada pela arbitragem, muitas vezes é mais seguro estar onde, por exemplo, o estatuto é superficial, mas o reflexo do controlador (ou administrador) é sempre pela equidade societária do que onde o estatuto é quase perfeito mas o controlador (ou administrador) é bastante imperfeito no que se refere a cumpri-lo. Até porque, é impossível prever no estatuto todas as contingências futuras. Há sempre a possibilidade de haver divergências de interpretação ou simplesmente a omissão do estatuto com relação a questões que venham a se mostrar relevantes.

Se alguém compra ações, é porque tem em perspectiva um fluxo de resultados futuros e um certo ambiente legal de direitos do acionista. Suponhamos que em um determinado momento a companhia produza os resultados projetados pelos acionistas mas não a distribuição esperada. Isto porque o acionista majoritário – aqui em nosso exemplo, agindo de boa fé e seguindo seu entendimento do que está escrito – toma a decisão de não pagar dividendos segundo a regra que os minoritários entendem ser a do estatuto que eles imaginam ter contratado ao entrar para a sociedade. Ora, aqui começa uma *via crucis* para os acionistas minoritários que tem na literatura o nome de problema da ação coletiva. O controlador,

por ter a custódia das decisões da companhia, simplesmente as toma. Interpreta o estatuto ao seu modo e vai adiante, acabando por se apropriar do que outros entendem que não lhe pertence. *Alea jacta est*. O que resta aos minoritários? Procurar reaver o que entendem ser seu. Uma primeira tentativa é convencer o dono da empresa que ele está errado. Depois, quem sabe, buscar o apoio dos administradores. Finalmente, se nada é suficiente, recorrer à Justiça. Em todas estas iniciativas, temos, de um lado, um personagem individual que tem poder de decidir pela sociedade e implementar o que decide. Do outro, um personagem coletivo que precisa se mobilizar e agir em conjunto para tentar recuperar o que julga ter-lhe sido subtraído. Ocorre que agir coletivamente envolve um complexo e às vezes insuperável problema de organização.

Até meados da década de 60, a boa teoria social supunha que indivíduos com objetivos comuns, caso racionais<sup>6</sup>, cooperariam para sua consecução. A união faz a força e quanto mais forte o grupo melhor para cada

(3) Sobre o assunto, sugerimos a leitura do primeiro capítulo da Dissertação de Mestrado, "Atuação do Estado e Produção do Direito: papel das agências reguladoras independentes", Depto. de Direito, PUC-RJ, de Mariane Sardenberg Sussekind, 2002. Ver também, André-Jean Arnaud, "O Direito entre Modernidade e Globalização", Editora Renovar, 1999 pg. 20

(4) Ver texto de F. Keller, op. cit., pg.4.

(5) José Eduardo Carreira Alvim, "Tratado Geral da Arbitragem", citado por Mariane S. Sussekind, op. cit., pg. 24.

(6) Se irracionais, não fazem formalmente parte do mercado.

um de seus membros. Mostrar que a lógica da ação coletiva era outra demandou apenas observação empírica: na obtenção de um bem coletivo, o indivíduo racional prefere a força da união ao seu esforço isolado, mas prefere ainda mais o empenho de todos sem a sua participação, pois com isso pode obter benefícios (o bem é coletivo) sem custos para si mesmo. Como agravante, quanto mais numeroso o grupo, mais irrelevante é a contribuição individual para o esforço agregado da produção do bem coletivo embora muito significativa para a economia privada.<sup>7</sup> Ou seja, no que se refere à ações coletivas, o indivíduo racional é antes de tudo um *free rider*, alguém que tenta pegar “carona” no bem produzido por outros. Acontece que, se todos pensam desta forma, a ação coletiva simplesmente não se realiza.

Organizar acionistas minoritários na defesa de seus interesses esbarra na lógica inversa da inação coletiva. Eles estão no extremo oposto ao do acionista majoritário que tem a agilidade da ação individual e a custódia das decisões, podendo tomá-las deixando para os prejudicados o ônus da prova. Dados os custos envolvidos em uma ação judicial, muitas vezes ela só é possível quando os minoritários juntam suas ações em um bloco que torna econômica a disputa com o controlador (que muitas vezes consegue financiar sua defesa com os recursos da própria companhia). Nossa experiência mostra que esta tarefa nem sempre é possível e a ação coletiva muitas vezes não acontece. Quando, por um golpe de sorte, os acionistas minoritários conseguem formar um grupo significativo e organizado, o que há pela frente? Uma batalha judicial que no Brasil, pelo excesso de processos e falta de especialização do judiciário pode significar anos de custos com advogados, uma quantidade absurda de tempo e dedicação dos interessados e, por fim, uma sentença incerta. Qualquer parte experiente neste tipo de situação, sabe que um acordo, ainda que por valor inferior ao que seria justo, é melhor do que a aventura da disputa judicial. Como comentarário lateral, vale lembrar que acordos são soluções ótimas para os envolvidos, mas, do ponto de vista geral, é um sub-ótimo pois esta prática atrofia a produção de jurisprudência para questões societárias e corporativas no Brasil.

A combinação das dificuldades da ação coletiva dos minoritários com a lentidão do judiciário é uma condenável tentação para o arbítrio do majoritário. Como consequência, todos os documentos legais da vida societária têm sua credibilidade ameaçada e cabe ao minoritário ao fazer seus investimentos não só projetar resultados e estudar o estatuto de uma companhia, mas também avaliar a qualidade ética e de *fairness* do dono da empresa. Ora, caráter não publica balanço e, portanto, a avaliação é, na prática, imprecisa ou perigosamente subjetiva.

Esta grande complicação para o funcionamento do mercado de capitais que tanto nos afeta, tem solução e o seu nome é arbitragem. Como consequência da criação dos níveis 2 e Novo Mercado pela BOVESPA, foi instituída uma Câmara Arbitragem do Mercado (CAM) que já se encontra em pleno funcionamento<sup>8</sup>. Inicialmente a CAM tem a finalidade precípua de atuar na solução de conflitos que possam surgir nestes segmentos especiais de listagem. No futuro não muito distante, esperamos, a atuação da CAM deverá se estender a todos os segmentos do BOVESPA e com isso uma transformação das mais profundas e promissoras poderá estar acontecendo no mercado brasileiro. Somos entusiasticamente a favor de uma rápida migração dos conflitos societários das empresas brasileiras da justiça comum para a arbitragem negociada.

A CAM foi instalada pela BOVESPA em julho de 2001, no âmbito da Lei nº 9307/06. Esta Lei estipula a assinatura de cláusula compromissória, por meio da qual as partes de uma relação jurídica (neste caso de uma sociedade anônima) comprometem-se previamente a submeter à arbitragem todos os conflitos que surjam entre elas. É o que acontecerá em todas

---

### *O fato de se poder ter decisões rápidas e qualificadas para problemas societários muda radicalmente o ambiente de convivência societária.*

---

as companhias que aderirem ao nível 2 ou novo mercado do BOVESPA que terão, automaticamente, que aderir também à CAM. Uma vez estabelecida a opção pela arbitragem, as partes não poderão recorrer ao poder judiciário para tratar das eventuais controvérsias nem, muito menos, para alterar ou rever uma sentença arbitral proferida. A mesma Lei determina que as sentenças devem ser definidas pelos tribunais arbitrais em, no máximo, 180 dias.

A CAM dispõe de pelo menos trinta árbitros, com mandato de dois anos, permitida uma ou mais reconduções. Os árbitros são escolhidos entre pessoas de ilibada reputação, profundo conhecimento sobre o mercado de capitais e com no mínimo 30 anos completos. Há entre eles, uma grande concentração de advogados familiarizados com os problemas práticos do direito societários. Não cansamos de repetir que solução rápida tomada por especialistas para problemas societários em companhias brasileiras desata um nó górdio e grave do mercado de capitais brasileiro.

A adesão à CAM, mediante a assinatura de um termo de anuência, implica, para uma empresa, na participação obrigatória, além da própria BOVESPA, da companhia, dos seus controladores e de seus administradores

(membros do conselho de administração, conselho fiscal e diretoria). A adesão dos demais acionistas é voluntária, mas, obviamente, só aqueles que o fizerem poderão recorrer à CAM. Os demais deverão permanecer na órbita da justiça comum. Ao aderir à CAM, os participantes obrigam-se a solucionar por meio dela todos os conflitos que possam surgir decorrentes da aplicação das disposições contidas na Lei de Sociedades Anônimas, estatuto social da companhia, normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral. No presente momento, também estão submetidos à CAM os conflitos decorrentes de normas constantes do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, do regulamento de práticas diferenciados de governança corporativa e dos contratos firmados pelas companhias listadas nos segmentos especiais de listagem da BOVESPA (o que, evidentemente, inclui os acordos de acionistas).

Estão previstos três procedimentos arbitrais distintos. A arbitragem ordinária é destinada a questões mais complexas e prevê a participação de três árbitros, um indicado por cada parte e um terceiro indicado de comum acordo ou pelo presidente da CAM se não houver consenso. As decisões do Tribunal Arbitral serão tomadas por maioria absoluta. A arbitragem sumária é um procedimento simplificado e é recomendada para questões de natureza mais simples já que o litígio é resolvido por um único árbitro, indicado por sorteio. Finalmente na arbitragem *ad hoc*, é permitido às partes propor um desenho alternativo ou informal para solução de uma determinada disputa.

Toda arbitragem é antecedida de uma tentativa de conciliação que tem por objetivo um acordo entre as partes. Se este acordo é obtido, sua oficialização pelo presidente da Câmara de Arbitragem terá o mesmo efeito de uma sentença arbitral, obrigando as partes a cumprir o que tiver sido acordado. Portanto, e isto é muito importante, ao contrário do que acontece na justiça comum, acordos que resultam de conciliação prévia têm efeito de sentença judicial e não de acordo extra-judicial. Quem tem alguma experiência em conflitos societários no Brasil, sabe da enorme importância prática que este tipo de protocolo pode ter. O julgamento e a sentença arbitral não serão públicos, sendo do conhecimento apenas das partes envolvidas. A CAM deverá divulgar, periodicamente, as sentenças arbitrais proferidas, suprimindo os nomes das partes e qualquer elemento que possibilite a sua identificação, bem como os nomes dos respectivos advogados, se houver. Essa divulgação visa a orientar os árbitros em suas futuras decisões, estabelecendo um certo grau de jurisprudência, preservada sempre, no entanto, a inde-

(7) Para os curiosos sobre o tema, sugerimos o livro de Mancur Olson, *The Logic of Collective Action*, Cambridge University Press, 1971.

(8) Sugerimos a leitura do documento *Câmara de Arbitragem do Mercado* publicado pela BOVESPA.

pendência dos árbitros no seu julgamento. A intervenção do poder judiciário só é prevista para o caso de descumprimento de alguma regra ou decisão arbitral.

A criação da CAM pela BOVESPA é um episódio nobre e admirável no progresso da governança corporativa de empresas brasileiras. Não por outra razão, temos nos dedicado bastante a estudar minuciosamente seu funcionamento, bem como a prática da arbitragem em outros países. Em reuniões com a equipe da BOVESPA, pudemos tirar várias dúvidas com relação ao funcionamento da CAM e nos certificar da eficiência deste instrumento. É impossível em apenas uma carta resumir todos os detalhes técnicos envolvidos e temos certeza de que a breve descrição aqui apresentada suscitará inúmeras indagações sobre os procedimentos que organizam a solução arbitral. Razão pela qual recomendamos fortemente a leitura (indispensável) do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado editado pela BOVESPA.

O fato de se poder ter decisões rápidas e qualificadas para problemas societários muda radicalmente o ambiente de convivência societária. A ratificação, pelo Brasil, da

Convenção de Nova York através do Decreto Legislativo nº52, datado de 25 de abril de 2002, que trata do "Reconhecimento e da Execução das Sentenças Arbitrais Estrangeiras" dá um caráter ainda mais cosmopolita a este processo. Note-se que embora seja conhecido por sua sofisticada gestão econômica e financeira, o Brasil foi um dos últimos países a aderir a esta Convenção, que garante a validade das decisões arbitrais brasileiras no exterior, do mesmo modo que a das sentenças arbitrais estrangeiras no Brasil.<sup>9</sup>

O uso da arbitragem deve ser uma das prioridades mais imediatas dos grandes investidores – institucionais ou não – na seleção das companhias investidas. Não há nenhuma razão plausível para que uma companhia não adira ao procedimento arbitral tão logo a BOVESPA estenda os serviços da CAM para todas as companhias negociadas naquela bolsa de valores. Aquelas que se recusarem a fazê-lo, estarão emitindo um dubio sinal com relação a seu projeto de governança corporativa. Evolucionariamente, o próprio desenvolvimento de tribunais arbitrais no país, a exemplo do que já acontece em países mais adiantados, é muito importante.<sup>10</sup> Os investidores

poderão escolher as empresas em que investem levando em consideração seu contrato societário (seu estatuto social) sabendo que o que lá se estabelece será respeitado ou as dúvidas surgidas serão dirimidas com eficiência e competência. Com isso, ao invés de se buscar melhorar a governança corporativa com cada vez mais regulamentação (muitas das quais são editadas para corrigir interpretações criativas de regulamentações já existentes), tal resultado poderá ser alcançado natural e diretamente no mercado: caberá aos estatutos sociais das companhias – dada a qualidade de seu negócio, premissa óbvia – consignar o que os investidores desejam obter para terem segurança de investir, pois *compliance* fica por conta do tribunal arbitral.

Esperamos que a CAM comece a funcionar tão breve quanto possível e que seu sucesso estimule a BOVESPA a estender seu alcance às demais empresas do mercado. Da mesma forma, seria interessante que surjam outros tribunais arbitrais, consolidando a modernidade no campo da resolução de conflitos societários no nosso mercado de capitais.

Rio de Janeiro, 10.09.2002.

(9) Sobre a importância deste fato, sugerimos artigo de Arnold Wald, "A Convenção de Nova York", *Jornal Valor*, 24/05/2002, página B.2.

(10) Para uma exposição mais conceitual e sofisticada sobre a importância da arbitragem na solução de conflitos, sugerimos o excelente paper "Choosing Umpires: An Analytic History of Arbitration Mechanisms", Konrad Siewierski, Departamento de Ciências Políticas, Universidade de Stanford, 1998.

### *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
1ºTrim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2ºTrim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3ºTrim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4ºTrim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
1ºTrim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2ºTrim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3ºTrim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4ºTrim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1ºTrim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2ºTrim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3ºTrim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4ºTrim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-22,40	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63

(\*) 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](mailto: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