

# Carta

# Dynamo 32

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2001

## A nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas

Após mais de dois anos de idas e vindas, incluindo cerca de 30 dias de suspense ao final do processo para a sanção presidencial, a nova Lei das Sociedades Anônimas foi finalmente aprovada no último dia 31 de outubro.

Achamos que esta nova Lei é um assunto tão relevante para as perspectivas de um investidor de longo prazo no Brasil, como a Dynamo, que dedicamos esta longa Carta (cujo atraso fica agora justificado) integralmente a uma análise detalhada de suas consequências práticas. Permitimos-nos até quebrar duas regras de mais de 30 edições: não incluímos a seção Nosso Desempenho e não respeitamos o limite de 4 páginas.

Antes de mais nada, uma ressalva: nossa análise tem um enfoque preponderantemente econômico. Apesar de estarmos familiarizados com questões envolvendo leis societárias tanto aqui como em mercados mais desenvolvidos, não temos formação específica para analisar os aspectos puramente jurídicos da nova Lei. Além disso, nossos comentários não cobrem todas as alterações, mas apenas aquelas que acreditamos ter maior impacto sobre a posição de investidores.

A Lei 10303/01 possui oito artigos. O artigo 1º contém apenas uma introdução. O artigo 2º contém a nova redação de cerca de 40 artigos da Lei 6404/76 (a Lei das S/A). O artigo 3º acrescenta quatro novos artigos à mesma Lei, incluindo a volta do direito de *tag along* para ações ordinárias. Os artigos 4º e 5º, originalmente, estavam voltados para as alterações da Lei 6385/76, que regula a atuação da CVM, mas foram integralmente vetados. Os demais três artigos tratam dos procedimentos operacionais para a aplicação da nova Lei (inclusive a data em que ela passa a vigorar, 01 de março de 2002) e trazem algumas indagações que discutiremos mais adiante.

Como um todo, e concluindo mesmo antes de começar, estamos convictos de que o saldo final desta

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

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	173,61%	128,55%	64,43%
36 meses	266,71%	174,49%	59,38%
12 meses	-6,93%	-21,78%	-33,83%
6 meses	-15,63%	-19,65%	-24,97%
Valordacotaem 28/09/2001: R\$ 21,346054249			

Lei, considerada por muitos como a “Lei possível”, é muito positivo para o mercado de capitais brasileiro. Entretanto, não podemos deixar de registrar nossa frustração com o confuso processo de negociação política para a aprovação da Lei, que engessou a versão aprovada na Câmara e produziu um texto final de qualidade jurídica abaixo da que se deveria esperar. Por esta razão, é impossível exagerar a importância e premência da regulação da nova Lei pela CVM, como pretendemos deixar claro ao longo desta Carta.

## Grandes Avanços

### Tag Along (artigo 254-A)

Se tivéssemos o direito de propor apenas duas mudanças na Lei, não temos dúvidas que escolheríamos a volta do direito de *tag along* (artigo 254-A) e as alterações nas regras de fechamento de capital (artigos 4 e 4A). Estas duas modificações são as que mais contribuem para um melhor alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários, o problema central de governança das companhias abertas no Brasil.

O direito de *tag along* para as ações ordinárias estava previsto na Lei desde o seu nascimento embora seus autores tenham sido contra, pois, segundo eles, “... a diferença entre as ações de controle e as minoritárias em geral é relativamente pequena pois, a não ser quando o controle é exercido, abusivamente, em

benefício do controlador, não assegura vantagens patrimoniais que justifiquem a atribuição de valor muito maior às ações de controle.”<sup>1</sup>. Todavia, a realidade das operações de troca de controle no Brasil após a retirada do direito de *tag along* em 1997, se encarregou de refutar inequivocamente este argumento (ver Carta 26, “Prêmio de Controle no Brasil: Por Que, Como e Para Quem”). Nada desequilibra mais a relação entre acionistas do que a possibilidade do controlador valorizar o seu prêmio de controle via depreciação das demais ações de sua companhia.

Sem dúvida, pode-se lamentar no *tag along* o desconto de 20% em relação às ações de controle, que não existia na versão original da Lei. Mas diante dos prêmios exorbitantes que vimos com grande frequência nos últimos anos, o prêmio de 25% nos parece aceitável. Muito mais importante será a definição da CVM para as operações que serão caracterizadas como troca de controle. Isto por que se, por um lado, a CVM possui jurisprudência, criada por ela mesmo, de mais de 20 anos de aplicação da regra de *tag along*, por outro lado, a nova realidade do mercado de capitais brasileiro onde muitas companhias são controladas por complexos acordos de acionistas, por empresas estrangeiras abertas, ou por *holdings* de *holdings* irá exigir muita competência do nosso órgão regulador. Isso sem falar na inesgotável criatividade de alguns acionistas controladores que certamente não tardarão a arquitetar soluções mágicas para obter vantagens a que não fazem jus. Pagamentos extraordinários por cláusulas de não competição ou contratos de trabalho posterior a venda em condições fora de mercado, para citar apenas duas destas soluções, precisarão ser bem monitorados para que o artigo 254-A tenha eficácia.

## Fechamento de Capital

O direito de *tag along* para as ações preferenciais acabou não sendo incluído na Lei. Restou, então, às ações preferenciais a nova regra para fechamentos de capital, o que não é pouco. Como comentamos em nossa Carta 28, neste tipo de operação, a vantagem do acionista controlador em relação aos minoritários é de tal magnitude que só o órgão regulador pode restabelecer um mínimo de equilíbrio. Este foi o objetivo dos artigos 4 e 4A que, como tantos outros, precisa ser regulamentado com urgência pela CVM.

Na nova regra, o capital de uma empresa só pode ser fechado se o controlador oferecer um preço justo

aos demais acionistas. Como a definição do que representa um preço justo está longe de ser ciência exata, foi dado o direito a acionistas com mais de 10% das ações em circulação de solicitar à companhia a convocação de uma assembleia especial de acionistas minoritários para deliberar sobre uma possível nova avaliação.

Ainda não está definido como será o processo de escolha do novo avaliador embora a Lei diga expressamente que o controlador não vota nesta deliberação e faça menção aos possíveis critérios de avaliação. Esperamos, pelo menos, que prevaleça o espírito da regra já existente no parágrafo 4º do artigo 45 da Lei, que trata de avaliação da companhia para efeito de valor de recesso. Segundo esta regra, a partir de uma lista tríplice proposta pelo conselho de administração, os acionistas escolhem a empresa avaliadora através de uma votação onde as ações preferenciais também têm direito de voto.

A definição de um mecanismo equilibrado para esta nova avaliação é essencial dado que, diferentemente do artigo 45, neste caso, o custo da avaliação deverá ser pago pelos acionistas que tiverem aprovado a deliberação na assembleia especial se o novo preço for inferior ou igual ao ofertado inicialmente pelo controlador. A idéia de impedir que os acionistas minoritários tenham uma opção sem custo nos parece muito razoável. No entanto, a definição a priori do custo da nova avaliação é também crucial e nos preocupa que esta negociação seja feita sem a participação daqueles que, eventualmente, pagarão a conta. Preocupa-nos também o fato de que a vantagem dos minoritários *free riders* é tão evidente que esta ação coletiva pode acabar não se concretizando pela impossibilidade de se organizar os minoritários.

Ainda neste capítulo, vale registrar o que consideramos ser dois aperfeiçoamentos inteligentes. O novo artigo 4º permitirá (i) que a própria companhia seja a compradora das ações nas operações de fechamento de capital, e (ii) o resgate compulsório de ações caso após uma oferta pública para fechamento, apenas 5% ou menos das ações continuem em circulação (notem que a Lei também foi alterada no sentido de proibir de maneira clara o resgate de ações em qualquer outra situação, a não ser quando aprovado em assembleia especial da classe a ser resgatada).

## Fortalecimento da CVM (medida provisória com nova redação da Lei 6385)

O fortalecimento da CVM é um outro grande avanço. A solução encontrada para evitar o questio-

<sup>1</sup> Carta enviada pelos Srs Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ao Dr. Mário Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda em 08/11/1976 sugerindo vetos na sanção presidencial da Lei 6404/76.

namento sobre se o legislativo teria poderes para criar uma agência federal – principal razão para a demora na aprovação final da Lei - foi simples e eficaz. O presidente vetou integralmente os artigos 4º e 5º, que davam a nova redação para a Lei 6385 e, simultaneamente, editou medida provisória com o mesmo conteúdo (exceto pelos vetos já previamente negociados no próprio congresso). Do ponto de vista da eficiência operacional da CVM, talvez até mais importante do que os maiores poderes atribuídos a ela, foi a definição de que o órgão passa a ser auto-financiado, isto é, suas receitas podem ser utilizadas para cobrir os próprios gastos. Até este ano, para funcionar, a CVM tinha que aprovar um orçamento anual junto ao Tesouro, para onde fluíam diretamente suas receitas. Apesar de reduzir o superávit fiscal primário do governo – com o enorme crescimento da indústria de fundos nos últimos anos, a CVM vem sendo altamente “lucrativa” – esta medida dá ao órgão regulador condições de redimensionar sua estrutura para o tamanho do mercado a ser supervisionado. Só para se ter uma idéia, nos EUA, a SEC fez recentemente um concurso para contratar 200 advogados somente para cuidar de questões ligadas à Internet. A CVM tem hoje um total de 13 advogados.

### Arbitragem (artigo 109)

A nova Lei permite explicitamente que estatutos possam prever a possibilidade de solução de conflitos societários por arbitragem. Embora cientes de que haverá um longo tempo até que esta medida tenha efeito prático, esperamos que a nossa cultura jurídica evolua neste sentido pois nos parece o caminho mais curto para estabelecermos alguma forma de corte especializada em assuntos societários, cuja inexistência é um grande obstáculo à garantia de direitos dos acionistas minoritários.

## *Coadjuvantes*

### Conselheiro dos minoritários (artigo 141)

Talvez cause surpresa o fato de não incluirmos o artigo que dá aos acionistas preferenciais o direito de eleger um membro para o conselho de administração no grupo dos grandes avanços. Mas o fato é que, pela nossa própria experiência indicando membros para conselhos em diversas companhias abertas, não acreditamos que esta medida contribua de forma importante para alinhar os interesses de acionistas controladores e minoritários. Aliás, nunca entendemos o porquê da fortíssima, e bem sucedida, pressão dos controladores contra este artigo. A única prerrogativa

especial deste conselheiro é o poder de veto à demissão e contratação dos auditores (notem que não terá o direito de demitir o auditor).

Na prática, a partir de março de 2002, portanto em tempo para a maioria das AGO's do ano que vem, tanto as ações preferenciais, desde que representem mais de 10% do capital total, quanto as ações ordinárias, desde que totalizem mais do que 15% da classe, terão direito a eleger um membro para o conselho de administração em eleição fora do processo de voto múltiplo. Achamos improvável que acionistas ordinários exerçam este direito já que com 15% das ações com direito a voto, o direito a um assento estará quase sempre assegurado via voto múltiplo (matematicamente, basta que a companhia tenha 7 ou mais conselheiros). E, de qualquer maneira, até a AGO de 2006, este direito será exercido somente a partir de uma lista tríplice de nomes indicados pelo controlador (sic).

Resumindo, o que já era um direito pouco importante tornou-se quase inócuo, pelo menos até 2006. Até lá, o único aspecto positivo será constatar a qualidade (ou falta de) da lista tríplice oferecida pelos controladores nas AGO's. As companhias que já hoje possuem membros do conselho razoavelmente independentes, deverão incluir estes nomes em suas listas; caso estes nomes não venham a ser “eleitos” pelos minoritários, os próprios controladores o farão na eleição normal que deverá ser posterior.

### Direito de retirada (artigo 137)

Na última alteração da Lei, o artigo 137, que trata das condições nas quais acionistas dissidentes podem exercer o direito de recesso, acabou apresentando uma redação controversa. O novo 137 esclarece esta controvérsia: para que o direito de retirada não possa ser exercido, as ações da companhia em questão deverão ter liquidez e dispersão. Pela redação anterior, cabia a interpretação que bastava um dos dois quesitos. Além disso, determinadas operações de cisão voltam a acionar o direito de recesso (este direito foi retirado na mudança da Lei em 1997 pelas mesmas razões que levaram à exclusão do *tag along* das ações ordinárias).

### Regras para atuação do conselheiro fiscal (artigos 163, 164 e 165)

As regras de atuação do conselho fiscal também tiveram uma boa evolução ao permitir explicitamente que os conselheiros possam exercer suas funções agindo individualmente. Além disso, a nova Lei deixa claro que, a exemplo do que já ocorria com os

conselheiros de administração, também os conselheiros fiscais devem exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia, o que nos parece positivo.

### Informações para assembleias (artigos 133 e 135)

A nova Lei melhora o processo de divulgação de informações para assembleias. A partir de agora, os pareceres dos conselheiros fiscais, inclusive votos dissidentes, deverão ser disponibilizados aos acionistas antes das AGO's e poderão ser apresentados e lidos durante a assembleia. Além disso, quaisquer documentos pertinentes à matéria a ser debatida em AGE's deverão ser postos à disposição dos acionistas na data da primeira publicação da convocação.

Ainda no contexto da transparência, todos os administradores (incluindo conselheiros fiscais e de administração) deverão informar ao público mudanças em suas posições acionárias na companhia onde exercem este cargo com periodicidade a ser definida pela CVM.

### Prazo para convocação de assembleias (artigo 124)

Uma outra boa alteração diz respeito ao prazo de convocação das assembleias. O prazo normal passou de oito para quinze dias (e de cinco para oito dias em segunda convocação). Este prazo pode ainda não ser suficiente para que acionistas detentores de ADR's possam votar. Entretanto, a CVM poderá, de forma discricionária mas desde que atendendo a pedido de qualquer acionista, estender este prazo para até 30 dias ou, ainda, interromper a contagem por até 15 dias caso precise de tempo para conhecer e analisar as propostas a serem encaminhadas à assembleia.

### Limite para emissão de ações preferenciais (artigos 15 da Lei 6404/76 e 8 da Lei 10303/01)

Boa parte da discussão conceitual sobre a mudança na Lei das S/A foi ocupada pela questão da proporção máxima do capital para ações preferenciais. Tratamos em mais detalhes deste assunto nas seções seguintes mas o resumo do que foi aprovado é o seguinte: companhias que já são abertas continuam autorizadas a emitir até 2/3 do seu capital em ações preferenciais. Companhias fechadas que pretendam abrir seu capital estarão limitadas a 50% de ações preferenciais. O mesmo limite se aplica às companhias que se constituírem a partir da data da publicação da Lei (esta, aliás, é a única regra que passa a valer imediatamente)

### Novas Preferenciais (artigo 17)

Talvez a maior oportunidade perdida nesta mudança da Lei tenha sido a de melhorar substantivamente o produto ação preferencial. Sempre fomos contra a simples proibição das ações preferenciais e nem mesmo nos alinhamos automaticamente com aqueles que defendem uma redução drástica no limite de 2/3. Temos também algumas reservas quanto a mudanças drásticas nos direitos conferidos às ações preferenciais já existentes. No entanto, nos parece que teríamos dado um grande passo para construir um verdadeiro mercado de capitais se tivéssemos contemplado, nesta mudança, a criação de ações verdadeiramente preferenciais. Como já defendemos em edições anteriores, bastava que a nova Lei estipulasse, como vantagem mínima para as novas ações preferenciais (em troca da qual elas perdem o direito de voto), (i) o direito a um *tag along* nas mesmas condições das ações ordinárias, ou (ii) o direito a um dividendo prioritário (que se distingue do dividendo mínimo ou fixo) de 6% sobre o valor patrimonial. Esta proposta nos parecia extremamente razoável e, de fato, algo nesta direção, embora com uma redação ambígua, estava contemplado no artigo 17 das versões iniciais. O problema é que a Lei aprovada incluiu, como uma terceira vantagem possível, o direito a um dividendo 10% maior do que aquele atribuído às ações ordinárias, direito este já assegurado na Lei atual e que não entendemos ser uma vantagem relevante.

Portanto, o efeito prático do novo artigo 17 será quase nenhum pois a grande maioria das companhias abertas já pagam dividendos 10% maiores para as ações preferenciais e simplesmente continuarão a fazê-lo ignorando as hipóteses do *tag along* ou do dividendo prioritário. Lamentavelmente, neste caso a Lei pode até ter piorado a situação de hoje pois uma interpretação maliciosa do novo artigo 17 combinada com alguns outros artigos pode até resultar numa janela para que companhias com dividendos mínimos significativos possam se livrar deles sem deflagrar o devido direito de recesso (ver na seção seguinte, "Possíveis Problemas").

### Conflito de interesses (artigo 115)

Perdeu-se também a chance de uma melhor regulação da maneira pela qual os acionistas devem lidar com eventuais conflitos de interesses. O novo artigo 115, que acabou sendo vetado pelo Presidente,

continha uma regra não muito clara que dava a quaisquer acionistas com mais de 10% do capital o direito de convocar uma assembléia especial para deliberar sobre a existência, ou não, de conflito. Ora, como o controlador votaria nesta assembléia e os acionistas preferenciais não, esta votação seria pro-forma. O único aspecto levemente positivo deste artigo era o eventual constrangimento do acionista controlador em ter que convocar e protagonizar uma assembléia com esta pauta. Por outro lado, envolver as companhias em questões societárias cujo fim já é previamente conhecido nos parecia inútil e negativo.

Lamentamos esta ausência por que a mudança que entendemos fazer sentido neste caso é muito simples. Bastava que se desse aos acionistas preferenciais direito de voto em questões envolvendo conflitos de interesses. Note-se que a Lei hoje tem um vácuo, não preenchido pela nova redação, que se configura na situação onde o controlador tem 100% das ações ordinárias e se encontra em flagrante conflito em relação a matéria a ser votada em assembléia. Como as ações preferenciais não têm direito de voto, ninguém pode votar e a matéria acaba sendo aprovada sem votos.

Para terminar este assunto, não podemos deixar de mencionar também nossa frustração com o fato de que não se tratou do assunto mútuos para o controlador nesta Lei. Talvez por estarmos envolvidos com alguns casos reais escabrosos, estamos especialmente sensíveis a este ponto. Acreditamos que a regra segundo a qual instituições financeiras são proibidas de emprestar para seus controladores deveria valer também para empresas abertas. No mínimo, entendemos que a extensão de um mútuo para o controlador caracteriza evidente conflito de interesses e deveria ser aprovada por assembléia especial onde todos os acionistas pudessem votar. Este assunto é tão grave que pretendemos dedicar uma das próximas edições desta Carta para descrever os enormes problemas que podem resultar desta operação incestuosa.

### [Eleição do Conselho Fiscal \(artigo 161\)](#)

Um dos poucos veto presidenciais importantes foi o do artigo que tratava da forma de eleição do conselho fiscal. A regra proposta definia três conselheiros: um para os controladores, um para os minoritários, e o terceiro membro escolhido por todos os acionistas (incluindo ações preferenciais). Este mecanismo nos parece extremamente justo. Se não vejamos: aqueles controladores muito alavancados em preferenciais, que controlam suas companhias com um baixo percentual do capital total, correm tanto mais

risco de serem minoritários no conselho fiscal quanto pior estiverem os resultados pois, nestes casos, os detentores da maioria do capital tendem a ser mais atuantes comparecendo, inclusive, em maior número às AGO's. Se os resultados das empresas forem satisfatórios, a presença na assembléia normalmente é baixa e, na maior parte dos casos, nem a instalação de conselho fiscal é requerida. Os controladores pouco alavancados, com mais de 51% do capital total, teriam, por definição, maioria do conselho fiscal, o que nos parece razoável.

Os argumentos contra esta mudança normalmente estão associados à possibilidade de algum tipo de chantagem por parte de conselheiros eleitos pelos minoritários. Como acionistas de longo prazo, compartilhamos desta preocupação, mas lembramos que a nova Lei trata especificamente deste tipo de problema (ver acima em Regras para Conselheiros Fiscais).

### [Avaliação para direito de retirada \(artigo 45\)](#)

Embora constasse em algumas versões iniciais, a obrigação de vincular o valor para exercício do direito de retirada pelo valor justo, no mesmo espírito dos novos artigos 4 e 4A, acabou não permanecendo na redação final. Continua valendo a regra criada na alteração de 1997 segunda a qual, nestes casos, a avaliação pode ser feita pelo valor patrimonial ou pelo valor econômico, este último desde que previsto no estatuto. Ou seja, na prática, dos dois valores, o menor. Naquelas companhias onde o valor patrimonial for evidentemente maior do que o valor econômico, o controlador tratará de incluir em seu estatuto previsão para resgate pelo valor mais baixo. Caso contrário, fica tudo como está. Temos convicção de que o justo seria ter sempre o critério de valor econômico mesmo em casos onde o valor patrimonial fosse superior. E temos receio que este mecanismo seja usado como um subterfúgio à obrigação de se fazer uma oferta pública para fechamento de capital, onde a nova Lei estabelece, como parâmetro, o preço justo.

## *Possíveis Problemas*

### [Características das ações preferenciais \(artigos 17 da Lei 6404/76, 6 e 8 da Lei 10303/01\)](#)

A idéia inicial do novo artigo 17 era de criar novas ações preferenciais com verdadeiras preferências. Como dito acima, versões iniciais da Lei listavam duas alternativas para esta preferência, sendo a pri-

meira, um dividendo prioritário expresso em percentual do valor patrimonial, e a segunda, *tag along* em condições semelhantes ao das ações ordinárias. A redação final inclui uma terceira opção: dividendos 10% maiores do que o das ordinárias. Esta terceira vantagem já é uma obrigação da Lei atual para ações preferenciais que não tenham direito a dividendo mínimo o que torna o novo artigo 17 indiferente para a grande maioria das companhias existentes.

No entanto, a combinação deste artigo 17 com os artigos 6º e 8º da Lei 10303 (a Lei que implementa as alterações na Lei das S/A) pode levar, numa interpretação oportunista e esperta, à uma conclusão que deprecia as ações preferenciais com direito a dividendos mínimos. O artigo 6º estabelece que “As companhias existentes deverão proceder à adaptação do seu estatuto aos preceitos desta Lei no prazo de um ano...”. Por sua vez, o artigo 8º diz que “A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o artigo 137 da Lei no. 6404/76, se efetivada até o término do ano de 2002...”. Da forma como está redigido o artigo 17, com algum esforço, pode-se concluir que ações preferenciais com dividendos mínimos não se enquadram em nenhuma das três preferências sugeridas. Aceito este argumento – e este é o ponto nodal da discussão - a companhia que tiver ações preferenciais com dividendos mínimos que confirmam a seus portadores verdadeiras vantagens (ou verdadeiras desvantagens para os demais acionistas) poderá proceder à adaptação do seu estatuto aos preceitos da nova Lei sem dispor o direito de recesso para os acionistas prejudicados. Ou seja, podem reduzir os dividendos dos acionistas minoritários sem nenhum custo para a empresa, o que nos parece absurdo e contrário ao espírito da Lei.

Estamos absolutamente convictos de que esta interpretação esperta não está em sintonia com o espírito de melhorar o nosso mercado de capitais que norteou esta mudança da Lei. Acreditamos também que ações com direito a dividendo mínimo já estão adequadas à nova Lei e, portanto, as companhias não precisam alterar seus estatutos neste quesito. No entanto, é inegável que a questão é discutível e, por isso, a posição da CVM é, mais uma vez, fundamental.

### Acordo de Acionistas (artigo 118)

Devido ao impacto que as mudanças no artigo 118 causam em importantes conflitos societários presentes, este foi o ponto mais controverso durante o

período entre a aprovação no Senado e a sanção presidencial.

O foco da discussão situou-se no parágrafo 8º deste artigo que define que o voto de conselheiros indicados por acionistas ligados por acordo não será computado quando não estiver em linha com o voto decidido na reunião prévia. Em outras palavras, se o conselheiro entender que o voto no melhor interesse da companhia não é aquele que resultou da votação na reunião prévia, seu voto será desconsiderado pelo presidente do conselho. Antes de nos posicionarmos, é importante registrar que a Dynamo não faz parte de nenhum acordo de acionistas e, portanto, não temos nenhum preconceito sobre o assunto.

Razões de interesse particular à parte, a discussão técnica dividiu, de um lado, aqueles que acreditam ser muito importante imputar ao conselho de administração o dever de fazer cumprir acordos de acionistas como forma de proteger os minoritários dentro destes acordos, principalmente sob o ângulo de eventuais exercícios de direito de veto que normalmente habitam estes acordos. Do outro lado, estavam os que acreditam que os conselheiros têm que votar sempre com sua própria consciência e no melhor interesse da companhia, obrigações, aliás, que sempre constaram da Lei. E que, assim o fazendo, seus votos não poderiam, em hipótese alguma, ser desconsiderados. Por esta linha de raciocínio, vincular os votos à decisão da reunião prévia tornaria os conselheiros “laranjas” dos acionistas do acordo.

É verdade que o novo parágrafo 8º não proíbe os conselheiros de votar contra a decisão da reunião prévia, apenas obriga o presidente do conselho a não computar este voto. Como também é verdade que, na grande maioria das companhias com controle definido, os conselheiros de administração já não são exatamente independentes dos controladores e, sob este ponto de vista, o que a Lei está fazendo é apenas igualar companhias onde o controle é exercido via acordo com aquelas onde o controle é exercido diretamente.

Estes argumentos, embora até certo ponto válidos, são perigosos. O parágrafo 1º do artigo 154 da Lei, que não está sendo alterado, diz que os conselheiros eleitos por grupo ou classe de acionistas têm “... para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para a defesa do interesse dos que o elegeram, faltar com estes deveres.” A nova redação do artigo 118 está, de fato, tratando os conselheiros eleitos por acordos de forma diferente dos demais.

Além disso, o raciocínio de que as companhias com controle definido já funcionam, na prática, como a nova Lei está determinando para as companhias controladas por acordos não está exatamente correto. Sem entrar no mérito de que a realidade e os costumes não podem conformar a Lei, e sim o contrário, em uma companhia com controle definido, as pessoas eleitas para o conselho têm liberdade, e obrigação, de votar no melhor interesse da companhia, assim definido por cada um individualmente. Se o resultado da votação não for compatível com os interesses do controlador, não restará outra alternativa a ele se não convocar uma assembléia para demitir os conselheiros “faltosos” e eleger outros que cumpram melhor o papel de prepostos. Pelo novo artigo 118, este risco não existe numa companhia controlada por acordo e, portanto, segue-se logicamente – embora reconhecendo o exagero do argumento – que os controladores diretos deveriam, de agora em diante, assinar um acordo acionistas com cada um de seus conselheiros de forma a evitar o constrangimento desnecessário da demissão deles.

Talvez ainda mais importante do que as razões de ordem técnica são as razões da natureza do papel do conselho de administração. A função do conselho é tratar fundamentalmente de assuntos intra-empresa, ou seja, deve cuidar da estratégia, da estrutura de remuneração dos executivos e funcionários, das decisões relevantes de negócio, de riscos de crédito, etc... Nos parece uma deformação injustificável atribuir ao conselho o papel de arbitrar eventuais conflitos entre acionistas resultantes de não cumprimento de acordos particulares. Os presidentes de conselho, a partir de agora, terão que solicitar cópias das atas das reuniões prévias para decidir quais os votos que devem ser computados. Este envolvimento da empresa em assuntos particulares de acionistas deveria se limitar aos votos e às discussões nas assembléias, fórum adequado, e desenhado na Lei para tratar de questões de acionistas.

Finalmente, não conseguimos encaixar o espírito deste novo 118 em nenhum código de melhores práticas de governança corporativa que conhecemos (deve-se dizer que a harmonia com estes códigos é difícil para o conceito de acordos de acionistas em geral e não apenas o artigo 118 em particular).

Dito tudo isto, não reconhecer que a nova redação traz também benefícios aos minoritários dentro de acordos também nos parece um equívoco. Restanos, então, torcer para que as normas gerais a serem expedidas pela CVM sobre o assunto sejam eficazes e

resultem em que estes benefícios sejam mais importantes ao longo do tempo do que os problemas que possam vir a ser criados pelo novo artigo 118..

## Informações sobre compras e vendas de acionistas (artigo 116-A)

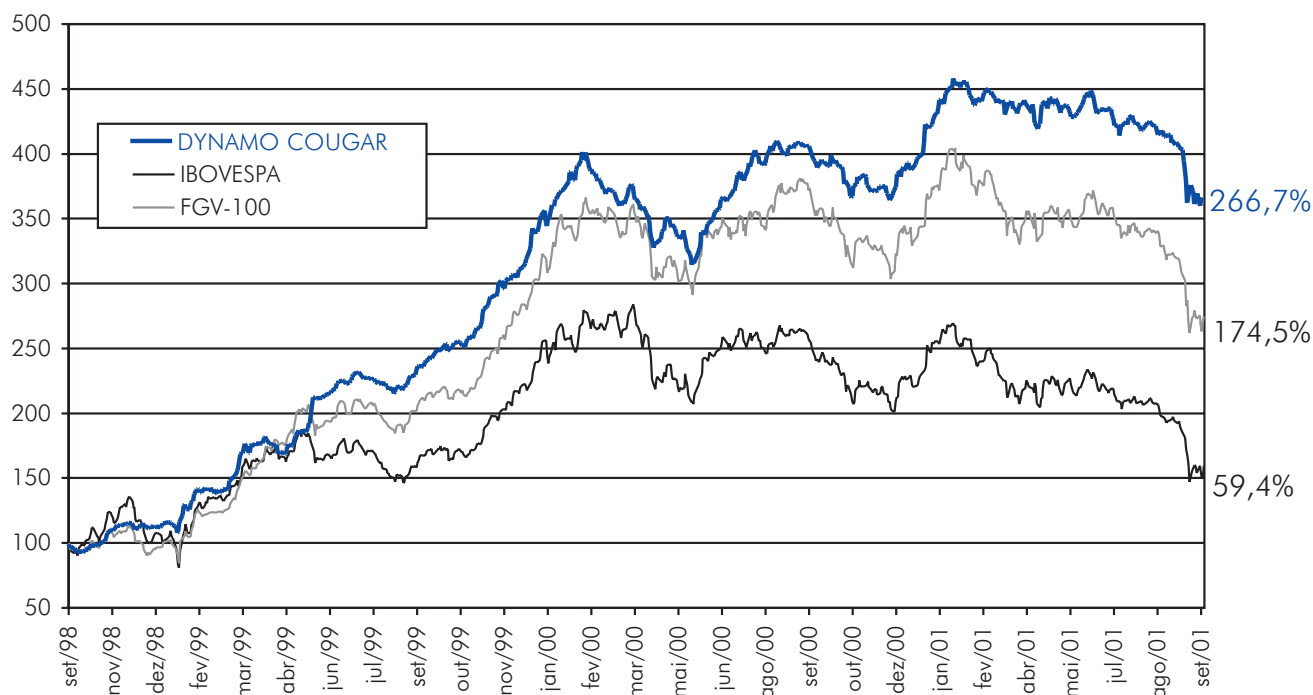
Este novo artigo estabelece uma obrigação, a ser ainda regulamentada pela CVM, para quaisquer acionistas – controladores ou não – que elegerem membros para conselhos de administração ou fiscal de divulgar informações sobre suas compras e vendas efetuadas no mercado. Não conseguimos compreender a razão que justifica esta mudança, a não ser que ela esteja associada a uma tentativa de desestimular esforços de governança corporativa.

O artigo surgiu no contexto da pressão dos controladores para esvaziar o direito dos acionistas preferenciais elegerem um membro para o conselho de administração sob o argumento de que seria importante para evitar *insider trading*. Ora, primeiro, a Lei já trata deste crime em várias outras seções (de fato, a regulamentação está até sendo aprimorada na nova redação do 6385). Segundo, este problema já existe hoje em relação aos acionistas minoritários ordinários que podem eleger membros para o conselho de administração pelo voto múltiplo e a todos os minoritários que podem eleger conselheiros fiscais. Terceiro, a CVM e a Bovespa já possuem informações detalhadas sobre os movimentos de compra e venda de ações e já tomam as providências cabíveis quando há oscilações anormais no mercado.

Deste modo, como o direito a eleição de um conselheiro pelos acionistas preferenciais acabou sendo esvaziado por outras vias, podemos até especular que o artigo foi “esquecido” na versão final pois já havia perdido o sentido. Somos sempre a favor da maior transparência, mas o fato é que a indicação de membros para conselhos não torna os acionistas que exercem este direito portadores de *insider information*. Muito pelo contrário, se o conselho funcionar como achamos que deveria, os acionistas que indicam conselheiros não deveriam manter comunicação livre com os seus eleitos (vejam mais um problema do artigo 118 aqui). O mesmo raciocínio não se aplica aos controladores que indicam membros pois, por definição, eles têm sempre informações confidenciais. Portanto, imputar a mesma obrigação a acionistas minoritários atuantes e a acionistas controladores nos parece descabido. Mais uma vez, a regulamentação da CVM é fundamental.

Rio, 23.11.2001

*Rentabilidade do Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100  
(Em Reais - Últimos 3 anos)*



*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
<b>1993</b>	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
<b>1994</b>	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
<b>1995</b>	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
<b>1996</b>	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
<b>1997</b>	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
<b>1998</b>	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
<b>1º Trim/99</b>	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
<b>2º Trim/99</b>	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
<b>3º Trim/99</b>	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
<b>4º Trim/99</b>	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
<b>1º Trim/00</b>	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
<b>2º Trim/00</b>	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
<b>3º Trim/00</b>	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
<b>4º Trim/00</b>	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
<b>1º Trim/01</b>	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
<b>2º Trim/01</b>	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
<b>3º Trim/01</b>	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84

(\*) 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