

# Carta

# Dynamo 35

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2002

## Sobre Conselhos e Conselheiros

**I**nstitutional Shareholder Services (ISS) é uma empresa americana que presta assessoria a investidores institucionais nas suas decisões em assembleias de acionistas. A recomendação positiva do ISS, pela importância dos seus clientes, é muitas vezes determinante para o resultado final como foi o caso bastante conhecido da fusão HP com a Compaq em 2002. Esta assessoria se estende também aos votos nas eleições de membros para os conselhos de administração das empresas.

Como a ISS monitora centenas de companhias, suas recomendações tendem a se tornar paramétricas, sem os ajustes *ad hoc* muitas vezes necessários. Por exemplo, na questão de formação e funcionamento dos conselhos, a ISS sugere que as companhias estabeleçam comitês separados (sub-grupos de conselheiros que focam em assuntos específicos) de nomeação e compensação de executivo. Propõe também que todos os membros dos comitês mais importantes e, em especial, o de auditoria, sejam independentes. Ora, a Berkshire Hathaway não atende a nenhum destes dois critérios. Por esta razão, há poucos anos atrás, a ISS emitiu uma recomendação formal aos acionistas da companhia para que, na reeleição dos membros para o conselho da empresa, votassem a favor de todos os candidatos com exceção dos Srs. Warren Buffett e Charlie Munger.

Lembramos desta história quando discutimos na Dynamo a nova lei Sarbannes-Oxley ("Sarbox") aprovada recentemente nos EUA. Pelos critérios desta nova lei, que não são muito diferentes dos parâmetros utilizados pela ISS, a Berkshire Hathaway estará desenquadrada quando a lei for regulamentada pela SEC, o que deve acontecer em fevereiro de 2003. Se a curiosa recomendação da ISS não teve efeito algum sobre a Berkshire, a Sarbox certamente terá, principalmente no que diz respeito à independência dos conselheiros.

A questão ampla do governo das empresas e, especialmente, do funcionamento dos conselhos de administração é um assunto ao qual temos dedicado bastante tempo, particularmente após os fiascos retumbantes de algumas grandes empresas abertas em mercados muito mais desenvolvidos do que o brasileiro. Embora seja um assunto típico de micro-economia, até Alan Greenspan interessou-se por ele pois ficou preocupado com seus efeitos macro-econômicos nocivos sob a ótica da alocação ótima de recursos. Greenspan fez uma análise muito clara e concisa, como de

hábito, da evolução dos sistemas de governo das companhias americanas no último século e da crise do último ano num discurso na Stern School em Nova York em março de 2002<sup>1</sup>.

### A Análise de Alan Greenspan

Na concepção de Greenspan, como não há controladores nas companhias americanas e os acionistas são eminentemente investidores, e não administradores, a tarefa de tocar a empresa e gerar resultados cabe, de forma quase exclusiva, ao CEO (Presidente). Teoricamente, caberia ao conselho de administração monitorar o trabalho do CEO no sentido de assegurar que a empresa esteja sendo gerida em benefício dos acionistas, a quem os conselheiros representam. E, finalmente, caberia aos auditores certificar que os números apresentados pela empresa refletem, de maneira adequada, a real situação financeira da companhia.

Ocorre que os auditores são escolhidos pelo próprio CEO. Na prática, também os conselheiros são escolhidos pelo próprio CEO porque os grandes acionistas institucionais, os efetivos donos das empresas, têm preferido não se envolver com estas questões e vêm, simplesmente, referendando as escolhas do próprio CEO. Por causa disso, o trabalho de monitoramento fica indiscutivelmente prejudicado. O conselheiro, e também o auditor, temem não ser re-indicados se criarem problemas para o CEO, ainda que esta postura seja justificável, e até obrigatória, na defesa dos interesses dos acionistas da companhia (é verdade que, pelo menos até os recentes casos da Enron, Worldcom/MCI, Adelphia, etc., muitos conselheiros possuíam uma visão diferente do escopo do seu trabalho, isto é, viam-se mais como consultores do CEO do que como representantes dos acionistas<sup>2</sup>).

Normalmente, apenas quando as companhias já se encontram em dificuldades gravíssimas é que os conselheiros tomam providências, primeiro confiscando a *carte blanche* do CEO e, depois, se necessário, demitindo-o. Em outros casos, hoje em dia muito raros, investidores tomam o controle de empresas com desempenho medíocre via ofertas hostis e demitem não somente o CEO, como também todos os conselheiros. Greenspan fez uma rápida - porém importante e até surpreendente - defesa destas operações de *takeovers*, tão criticadas pelo *establishment* americano durante o final

dos anos 80, afirmando que elas contribuem para uma alocação de capital mais eficiente na economia.

Na opinião de Greenspan, não obstante o óbvio defeito no desenho dos conselhos das empresas americanas, os EUA não poderiam ter chegado ao nível de prosperidade a que chegaram se houvesse algum problema fundamental na raiz deste modelo de governança, que ele chama de paradigma do CEO.

Sua análise das razões que levaram aos descalabros recentes é centrada no fato de que o aumento considerável no valor de mercado das companhias americanas listadas nos anos 90, resultou também num aumento desproporcional das oportunidades de enriquecimento rápido e ilícito para os executivos, que foram acometidos por uma "infectious greed".

Neste sentido, a popularização dos sistemas de remuneração baseados em *stock options* serviu de combustível para um excessivo foco no curto prazo e, principalmente, para utilização de práticas contábeis agressivas. Como dito acima, os agentes que teoricamente serviriam para coibir ou controlar estes abusos, eles próprios em conflito, não cumpriram seus papéis. Ou como colocado por Greenspan, as avenidas por onde a ambição trafega foram exageradamente alargadas.

Ficou claro que estes programas de opções de compra de ações para executivos não contribuíram para alinhar os seus interesses aos de longo prazo dos acionistas. Este alinhamento é a pedra fundamental de qualquer sistema eficiente de governança corporativa. Alguns ainda procuram defender o enorme aumento na remuneração dos executivos americanos com argumentos de livre mercado ou comparando-os ao aumento ainda maior na remuneração dos grandes atletas e artistas. Contudo, ao contrário destes dois últimos grupos, os pacotes de remuneração dos CEOs, que incluíam estas opções, são especialmente peculiares pois foram desenhados e aprovados pelos conselheiros escolhidos pelos próprios CEOs.

Talvez o único reparo importante que faríamos à análise de Greenspan é o fato de ele explorar pouco o dever fiduciário que os gestores de recursos de terceiros têm de exercer o poder de voto nas companhias em que investem. Tanto se fala da independência dos conselheiros que nos

(1) Palestra realizada em 26 de março de 2002 na Stern School of Business, New York University, disponível no endereço <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200203262/default.htm>

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.

### Nosso Desempenho

Esta Carta é relativa, ainda, ao 3º trimestre de 2002. Devido à abrangência do seu tema, faltou espaço para comentarmos o bom

desempenho do ano. Por isso, optamos por tratar deste assunto na Carta referente ao 4º trimestre, que estará saindo em breve.

surpreende que se fale tão pouco da independência dos acionistas. O conflito de interesses a que estão sujeitos estes gestores é um grande problema mas tem recebido pouca atenção até hoje. Na melhor hipótese, este conflito envolve apenas o serviço de gestão para os fundos de pensão das empresas; na pior hipótese, quando o gestor é uma instituição financeira, pode incluir também, perigosamente, todos os serviços de banco comercial e de investimento. Neste momento, há uma enorme polêmica nos EUA sobre uma regra que talvez venha a ser imposta pela SEC que obrigará os gestores a divulgarem (mas não a explicarem) seus votos nas assembleias. A reação da indústria foi tão forte que conseguiu unir a Fidelity e a Vanguard, arqui-rivais no mercado, num artigo publicado em conjunto no Wall Street Journal.

### Estudando os Conselhos

Toda crise precipita e facilita mudanças. Hoje há um consenso em torno da importância crescente dos conselhos nos sistemas de gestão das companhias americanas. Os investidores institucionais serão cada vez mais pressionados a agir como donos que são e, por sua vez, os conselheiros serão forçados a exercer o papel, que sempre tiveram, de defender os interesses dos acionistas.

Neste contexto, entender um pouco do funcionamento dos conselhos de empresas americanas nos pareceu um bom investimento. Um de nossos sócios esteve recentemente em um curso rápido e intenso sobre o tema oferecido pela Harvard Business School<sup>3</sup>. Embora cientes de que o papel do conselho em uma empresa de controlador definido seja muito diferente do que ocorre em uma empresa de capital disperso – achamos que seria uma boa experiência, até por que há uma tendência, também no Brasil, de se valorizar mais o conselho, criando um órgão que possa contribuir efetivamente com os executivos na gestão do negócio.

### A Composição do Conselho

Nunca demos a devida importância às questões formais envolvendo a formação e atuação dos conselhos. Sempre partimos do princípio de que a escolha das pessoas certas seria suficiente para garantir um conselho eficiente. Isto não deixa de ser verdade mas hoje estamos convencidos que uma boa estrutura e liderança são quase tão indispensáveis quanto a escolha de um *dream team* e, em muitos casos, são justamente os fatores que possibilitam a atração de pessoas talentosas.

Aliás, uma característica comum aos bons conselhos é a diversidade de *background* dos conselheiros. Como uma das principais motivações para executivos aceitarem convites para participarem de conselhos de empresas é a possibilidade de aprendizado<sup>2</sup>, um grupo de pessoas com conhecimentos multi-disciplinares é um grande ativo. Contribui para a empresa, mas contribui também para os próprios conselheiros que, desta forma, podem gerar algum retorno para as empresas em que trabalham em tempo integral. A atividade de recrutamento de conselheiros representa uma par-

cela importante e crescente do negócio dos *head hunters* nos EUA.

Um limitador óbvio da participação em conselhos é a demanda de tempo. Estima-se que cada conselheiro deva ser capaz de disponibilizar cerca de 20 dias por ano para cada conselho que participa. Nesta estimativa estão incluídas algo como 8 reuniões anuais, sendo, pelo menos uma, de dois ou três dias que usualmente trata de questões estratégicas. Cada reunião ordinária envolve, no mínimo, um dia e meio pois uma boa parte do dia anterior deveria ser dedicada à preparação para a reunião e também para o deslocamento. Se o conselheiro fizer parte de algum comitê (o que é cada vez mais inevitável), não há como ser produtivo sem dedicar dois dias inteiros para cada reunião. Assim, se ainda somarmos a disponibilidade para conferências por telefone e algum tempo extra para estudar questões pontuais das companhias, chegamos à estimativa de 20 dias por ano. Por esta razão, na composição dos conselhos é recomendável que se busque combinar executivos ocupados com aposentados experientes que disponham de mais tempo livre. Da mesma forma, é razoável exigir que cada membro, mas em especial os executivos, limite sua própria participação a um pequeno número de conselhos. Finalmente, uma agenda pré-defi-

### Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 Desempenho em R\$ até setembro de 2002

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespamédio
60 meses	204,49%	92,26%	-27,22%
36 meses	107,39%	61,03%	-25,26%
12 meses	43,41%	24,92%	-19,32%
6 meses	5,28%	-11,32%	-36,01%
3 meses	6,38%	-6,58%	-23,55%
Valordacotaem30/09/2003 = 30,612763			

nida de datas, pautas bem pensadas e um material bem preparado e enviado com antecedência são fatores essenciais para se evitar perda de tempo nas reuniões.

Esta questão do tempo disponível ficará cada vez mais em evidência por duas razões. Primeiro, por que a pressão por conselhos mais atuantes e o escrutínio dos investidores é crescente. Segundo, porque a própria lei Sarbox prevê a obrigação de, no mínimo, três comitês para cada conselho: auditoria, remuneração e governança (às vezes chamado de nomeação). Cada um destes comitês deve ser povoado exclusivamente por conselheiros independentes. Assumindo que nenhum membro deverá participar em mais do que um comitê – até porque, normalmente, os comitês se reúnem simultaneamente na véspera de cada reunião do conselho, esta exigência resulta em, pelo menos, 9 conselheiros independentes por conselho, todos eles envolvidos em algum comitê. Desta forma, como existe um certo consenso de que conselhos menores tendem a ser mais eficientes, torna-se muito difícil participar de conselhos sem participar de comitês, o que naturalmente aumenta a demanda de tempo necessária para um bom trabalho.

Pretendemos analisar mais detalhadamente em uma próxima Carta as novas exigências da Lei Sarbox, da bolsa de Nova York (NYSE) e da Nasdaq, tanto sob o ângulo dos efeitos para empresas brasileiras listadas nos EUA, como fonte de inspiração para bons desenhos de governança local. Ainda assim, achamos pertinente adiantar alguns comentários sobre o conceito de independência dos conselheiros. Ainda não se chegou a uma definição precisa do que caracteriza a independência, mas tanto a NYSE como a Nasdaq e a própria lei fizeram suas tentativas. A regra comum a todas elas diz respeito à proibição de pagamento pela empresa aos membros do conselho por qualquer outro serviço que não a remuneração de conselheiro. Ou melhor, se houver algum outro tipo de pagamento, o conselheiro deixa de ser independente e, portanto, estaria fora dos comitês. A NYSE permite explicitamente até que o trabalho em comitês seja remunerado separadamente sem prejudicar o status.

Mas os critérios destas três instâncias (Lei Sarbox, NYSE, Nasdaq) são menos coincidentes entre si do que se poderia imaginar. A razão para esta não convergência é simples. Na verdade, é muito difícil definir independência de uma forma objetiva ou suficiente para poder servir de referência para uma lei ou um ato regulatório. Afora coisas óbvias como outras relações profissionais remuneradas, independência está muito mais ligada à atitude dos indivíduos do que a um conjunto de condições precedentes. Como os conselheiros são escolhidos pelo próprio CEO na grande maioria dos casos, o conflito torna-se latente já na partida: o conselheiro supõe que um comportamento hostil aos executivos, não importa se justificável ou não pelo seu mandato, dificilmente o reconduzirá ao mesmo cargo na eleição seguinte.

Por esta razão, em nosso entender, seria muito saudável que houvesse alguma forma de facilitar e incentivar a eleição de conselheiros pelos próprios acionistas. Por exemplo, poderia se obrigar as companhias a reservar pelo menos três assentos para membros indicados pelos acionistas. É verdade que nos estados em que o voto cumulativo é previsto<sup>4</sup>, já existe esta possibilidade de um grupo de acionistas importantes indicar membros. No entanto, este movimento é quase sempre visto com enorme desconfiança por parte dos executivos, o que desestimula a maioria dos investidores a exercer este direito. Além de eventualmente resolver o problema da eleição de conselheiros em estados onde o voto cumulativo não está previsto, esta pré-reserva de um certo número (não muito alto) de assentos para acionistas poderia institucionalizar a prática e induzir os donos das companhias a assumirem suas posições no conselho.

Alguns contra-argumentam, ainda, que existe o risco destes conselheiros defenderem os interesses de quem os elegeu em detrimento dos interesses da companhia. Ora, primeiro isto seria flagrantemente ilegal e o conselheiro seria respon-

(2) Uma pesquisa feita nos EUA mostrou que as principais razões para que conselheiros aceitem convites para conselhos são a possibilidade de aprendizado e networking

(3) *Making Corporate Boards More Effective* é um curso de três dias oferecido normalmente duas vezes por ano pela Harvard Business School – Executive Education. Aos interessados, sugerimos acessar o site <http://www.exed.hbs.edu/programs/mcbme/index.html>

(4) A lei societária americana, ao contrário da lei que trata dos valores mobiliários, é estadual. Cada companhia está sujeita à lei do estado onde foi incorporada. Por várias razões mas, principalmente, pela especialização das suas cortes e um certo viés pró-empresas, a maioria das companhias abertas americanas foi incorporada em Delaware.

sabilizado individualmente. Segundo, a ter que escolher entre dois agentes intrinsecamente conflitantes, melhor nos parece a opção sempre por representantes dos acionistas ao invés de clones do CEO. Aceitar o sistema onde o CEO indica os conselheiros e desconfiar das razões que levam acionistas a exercerem seus direitos legais de escolha e voto nos parece um argumento muito parcial.

Outro fator a influenciar as escolhas de conselheiros a partir de agora é a necessidade de conhecimentos específicos. No caso particular do comitê de auditoria, será exigido que os membros sejam "financial experts", definição esta que caberá à SEC<sup>5</sup>. Esta preocupação é natural dado que na raiz dos vários escândalos corporativos recentes estava a questão contábil. Movidos por interesses próprios ligados aos pacotes de opções que receberam e incentivados pelos analistas de Wall Street cujo interesse era de manter o preço da ação o mais alto possível, os CEO's não mediram esforços no sentido de engendrar critérios contábeis agressivos cujo único objetivo era maximizar os ganhos contábeis reportados. Um trabalho importante dos conselheiros, porém muitas vezes negligenciado, é justamente o de monitorar os padrões contábeis. A relevância deste trabalho não vem apenas da necessidade de se evitar critérios ilegítimos, mas também do fato de que muitos critérios contábeis essenciais são baseados em julgamentos subjetivos sobre o futuro como a depreciação, o diferimento de despesas ou as obrigações previdenciárias.

Também a política de divulgação de informações é um trabalho importante dos conselheiros frequentemente desdenhado. Neste sentido, há que se distinguir entre transparência e divulgação (*disclosure*). A grande maioria das informações sobre as complicadas relações entre a Enron e suas *partnerships* constavam nas notas explicativas das demonstrações financeiras. Isto não fazia da Enron uma empresa transparente. Feita esta distinção, cabe aos conselheiros assegurar que os investidores tenham a maior quantidade e melhor qualidade possível de informações, limitadas apenas pelas razões do negócio. Desnecessário dizer que garantir acesso às informações a todos os interessados de forma a evitar privilégios é uma obrigação da empresa que os conselheiros também devem acompanhar de perto.

### Separação entre o Chairman e o CEO

Talvez o ponto conceitual mais discutido nos desenhos de estruturas de conselhos seja a separação dos papéis de presidente da empresa e presidente do conselho (CEO e Chairman). Não há, em nossa opinião, um argumento definitivo. Existem conselhos que funcionam muito bem com cada uma das duas estruturas, inclusive até nas mesmas empresas em épocas diferentes. Se tivéssemos que escolher um sistema, preferiríamos que os dois cargos fossem exercidos por pessoas diferentes. Porém, o que é indispensável é uma liderança efetiva dentro do conselho entre os membros independentes. Este líder deve inclusive ter tempo disponível para uma interação mais próxima e

freqüente com o CEO e deve ter o poder de encaminhar discussões, definir pautas, cobrar dos comitês, enfim, influir na condução do conselho. Nesta linha, inclusive, a possibilidade dos conselheiros independentes se reunirem em separado e terem um líder definido passou a ser uma exigência legal.

Neste contexto, o grande perigo está em acabar transformando toda esta movimentação independente em motim. Por esta razão, a confiança mútua entre os conselheiros e CEO é fundamental. A quebra da confiança nesta relação é normalmente irremediável e, se envolver muitos conselheiros, quem acaba tendo que sair é o CEO. Aliás, a demissão de CEO's é um evento raro mas que tem se tornado mais freqüente ultimamente. Este é um processo traumático para as companhias principalmente se a sucessão não tiver sido pré-definida.

E não há regras claras para uma sucessão bem feita. É natural que quanto antes se iniciar o processo, menor a chance de rupturas. Tanto o conselho como o CEO podem liderar este processo; depende da personalidade das pessoas envolvidas. Um caso de sucesso muito conhecido foi o da GE, tanto no processo de escolha de Jack Welch quanto de seu sucessor. Em ambos os casos, o

reconhecidos como absurdos não foram submetidos à aprovação de assembleias de acionistas. Neste ponto, a evolução é visível na medida em que os estatutos de muitas empresas hoje já requerem aprovação assemblear para este assunto.

Para ser justo, um sistema de remuneração variável tem que estar associado a um processo de avaliação de desempenho. Este é um processo relativamente recente nos EUA, principalmente quando envolve o CEO. Mesmo assim, apesar dos constrangimentos, o número de conselhos a adotá-lo tem crescido rapidamente. É difícil para o todo poderoso CEO sujeitar-se à opinião dos conselheiros e, mais difícil ainda, aceitar que esta opinião influencie seu salário final. Para que este procedimento funcione com sucesso, é imprescindível que os conselheiros se sintam à vontade entre si e junto ao CEO. Além disso, é preciso uma cultura empresarial particular onde o sistema funcione em todos os níveis hierárquicos, mesmo que em versões simplificadas e, por último, também é útil que o ego do CEO seja limitado.

Se a compensação dos CEO's é um assunto fundamental, já o salário dos conselheiros é um assunto de importância secundária. Companhias grandes pagam usualmente entre US\$ 40 mil e US\$ 60 mil por ano sendo que, em muitos casos, metade deste valor é pago em opções. Embora não seja um valor baixo, não é suficiente para gerar uma motivação especial para o tipo de pessoa elegível para conselhos nos EUA. De qualquer maneira, a remuneração dos conselheiros está intrinsecamente limitada a um valor que não coloque em risco o conceito de independência.

Ainda não é comum encontrar conselhos que remunerem a atividade dos comitês de forma separada, mas a crescente importância e responsabilidade deste trabalho justificam cada vez mais uma compensação à parte, mesmo que modesta. Embora não seja raro encontrar conselhos que fazem avaliação de seus membros, é quase impensável a possibilidade de diferenciar salários entre eles baseado nisso. O efeito moral de uma má avaliação associado ao risco de uma eventual não re-indicação ao cargo devem ser incentivos suficientes para cada indivíduo.

### Riscos e Responsabilidades

Existe uma forte expectativa sobre o destino dos conselheiros das empresas americanas envolvidas em escândalos recentes. Se por um lado há poucas dúvidas sobre a culpa dos executivos, a questão da responsabilidade legal dos membros do conselho está longe de ser trivial. Pode parecer surpreendente, mas, com exceção de casos de fraude, nunca houve uma condenação de conselheiro por quebra de empresas.

De qualquer forma, não há como negar que o cargo de conselheiro envolve riscos. Existem duas formas mais comuns de se lidar com eles. Primeiro, é possível se fazer seguro, embora o valor do prêmio tenha subido muito nos últimos dois anos. Segundo, na maioria dos estados americanos (aqueles que se guiam pela chamada *Model Act*), a lei corporativa estadual permite que se in-

#### Resumo das melhores práticas de conselhos nos EUA

- Conselhos menores
- Três comitês (auditoria, compensação e nomeação) com membros independentes
- Liderança independente no conselho
- Conselheiros independentes se reúnem em separado
- Avaliações periódicas tanto do CEO quanto do próprio conselho
- Código de Conduta
- Principais Atribuições do conselho:
  - Analisar e aprovar estratégias
  - Avaliar o CEO, definir sua compensação e prazo de mandato
  - Assegurar precisão contábil e transparência
  - Sucessão dos executivos principais
- Maior responsabilidade para o comitê de auditoria:
  - Presença de especialistas em finanças / contabilidade
  - Separação e independência do conselho
  - Monitoramento dos auditores

CEO liderou o processo que demorou cerca de dois anos. Para outras empresas, este parece um tempo exagerado, mas a cultura da GE e a personalidade muito forte dos CEO's atenuaram os problemas. O fato de que os dois sucessores vieram de dentro da empresa facilitou o processo. Muitos acreditam, inclusive, que indicações de fora das empresas só se justificam em situações especiais, mas este ainda é o procedimento mais freqüente.

#### Avaliação e Remuneração

O tema da remuneração de CEO's e executivos certamente requer um espaço para análise que não temos nesta Carta. Não há dúvida que houve abusos imorais e que os conselhos falharam. Mas também é certo que os melhores sistemas de remuneração são aqueles que alinham os interesses dos acionistas aos dos executivos. Premiar ótimos desempenhos com ótimas quantias é não só razoável como recomendável. E, ainda, é perfeitamente possível desenhar um sistema de remuneração com opções que alinham efetivamente os interesses. Notem que a maioria dos pacotes hoje

(5) O conceito genérico de um "especialista em finanças" (financial expert) é o de uma pessoa que entende o funcionamento das regras do GAAP e das funções do comitê de auditoria, e tem experiência em (i) preparar e auditar demonstrações financeiras, (ii) aplicar princípios para fazer estimativas contábeis e (iii) lidar com controles internos de auditoria.

clua nos estatutos uma cláusula isentando os conselheiros de qualquer responsabilidade financeira (*exculpatory clause*). Além disso, pode ser razoável também que as empresas se comprometam a pagar os advogados dos conselheiros caso eles venham a ser processados.

Nestes casos, cabe sempre ao autor o ônus da prova, o que é muito dificultado pelo fato de que os juizes não julgam a qualidade das decisões dos conselheiros, somente se elas foram tomadas de forma apropriada (a *business judgement rule*). Em outras palavras, julgam apenas se foram respeitados os três deveres dos membros do conselho: dever de cuidado, de lealdade e de informar (*duty of care, duty of loyalty and duty of candor*).

Pelo que entendemos, quando bem fundamentados, os processos contra conselheiros acabam terminando por acordo e por um valor abaixo do valor da apólice de seguro. Aparentemente, em apenas um episódio conhecido o valor do acordo superou o valor do seguro. O caso envolveu uma aquisição de companhia aberta aprovada e recomendada pelo conselho da empresa vendida. Um acionista processou estes conselheiros por entender que o valor pago foi menor do que o valor justo. A diferença de preço era de US\$ 120 milhões, o acordo foi feito por US\$ 23,5 milhões e o seguro estava limitado a US\$ 10 milhões. Consta que a diferença foi dividida entre o comprador, a

família Pritzker de Chicago, que pagou US\$ 10 milhões, e os próprios conselheiros, que pagaram a diferença.

A despeito da jurisprudência contrária, os conselheiros da Enron, Worldcom, etc.. estão sendo processados por dezenas de acionistas. Na visão dos professores de Harvard, a maioria dos conselheiros, senão todos, devem escapar ilesos mais uma vez. Interessante notar que a SEC já anunciou que não pretende processar os membros do conselho da Enron, mas uma posição mais conclusiva só deverá vir quando as cortes começarem a julgar as ações dos acionistas.

### Conclusão

Em resumo, não é possível definir com precisão o desenho ótimo para se conseguir um conselho eficiente e produtivo. É mais fácil definir o que tem que ser evitado do que o que tem que ser feito. O que é factível é estudar os melhores conselhos e copiar suas características, respeitando a cultura de cada empresa. Um resumo das melhores práticas atuais está descrito no quadro da página anterior.

Depois de analisar tantos aspectos técnicos e formais do funcionamento de conselhos, não resistimos a uma conclusão genérica. A busca de um modelo eficiente de conselho é saudável e necessária tanto do ponto de vista do regulador quanto

das empresas. Para ser eficiente, uma economia de mercado precisa de um conjunto de leis, regras e regulamentações. Mas não se pode perder de vista que, em última instância, o que realmente distingue um conselho é a integridade e qualidade das pessoas envolvidas. A Enron tinha um excelente padrão de governança mesmo julgando pelos critérios mais rígidos aqui discutidos. Suspeitamos que a empresa tinha o "aval" da ISS e teria pouquíssimos problemas com a Sarbox. Além disso, em palestra feita em 1999 no Centre for Business Ethics (sic) em Houston, Ken Lay, então CEO da companhia, deu a seguinte opinião sobre o papel do conselho: "O que um CEO realmente espera dos seus conselheiros é uma boa assessoria e bons conselhos, ambos os quais contribuirão para uma companhia mais forte e bem sucedida; suporte para aqueles investimentos e decisões que sirvam aos interesses da companhia e de seus constituintes (*stakeholders*); e alertas nos casos em que investimentos e decisões não sejam benéficos aos interesses da companhia e de seus constituintes."<sup>6</sup>

Um conselho habitado por pessoas competentes, de alto padrão ético e dispostas a fazer o seu trabalho não precisa de regras detalhadas para saber como agir no interesse de longo prazo dos acionistas a quem representam. Como disse Greenspan, "... rules cannot substitute for character."

Rio, 6 de janeiro de 2003

(6) Tradução livre de: "What a CEO really expects from a board is good advice and counsel, both of which will make the company stronger and more successful; support for those investments and decisions that serve the interests of the company and its stakeholders; and warnings in those cases in which the investments and decisions are not beneficial to the company and its stakeholders."

## *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	-19,15	-8,6	871,04	-22,45	-19,43	103,6	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,9	-44,17	-62,88	-24,28

(\*) 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