Remuneração dos administradores e governança corporativa



Lie Uema do Carmo[1] e
Alexandre Di Miceli da Silveira[2]

O mercado de capitais brasileiro beneficiou-se, nos últimos anos, do aprimoramento de regras e de práticas de governança corporativa. Todavia, um importante mecanismo de governança ficou ausente dos debates e não foi objeto de desenvolvimento: a remuneração dos administradores das companhias abertas.

Atualmente, as informações sobre os incentivos concedidos aos administradores (conselheiros e diretores) das companhias abertas permanecem pouco transparentes e de difícil acesso para os investidores do mercado de ações. E as poucas informações existentes ainda são disponibilizadas de modo fragmentado e incompleto. O que explica esta situação? Em nosso ver, a raiz destes problemas está localizada na praxe societária e na ausência de regulação suficiente, eficaz e condizente com as modalidades de remuneração hoje praticadas. Muito precisa ser melhorado. Este artigo visa fornecer substrato para reflexão e impulsionar esta já tardia discussão.

Quando se trata do assunto remuneração dos administradores de companhias abertas, muitos pensam apenas nas modalidades tradicionais, quais sejam, salários, *pro labore* e outorga (subsidiada ou não) de ações e opções de ações — estas duas últimas mais disseminadas a partir da década de 1990. Entretanto, a amplitude do que deve ser entendido como remuneração vai muito além. A remuneração compreende, em adição àquelas modalidades, uma combinação com outras fixas e variáveis como: verbas de representação ou jetons; remunerações indiretas ou *fringe benefits* (isto é: automóvel, combustível, refeições, auxílios diversos como o de habitação, planos de previdência privada, seguros de saúde, de vida e responsabilidade civil, etc.); participações estatutárias e não-estatutárias nos lucros; bônus pelo alcance de metas econômico-financeiras ou por operações realizadas; outorga não só de ações, mas também de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia ou de companhias integrantes do grupo, bem como remunerações referenciadas a tais papéis, do que são exemplos típicos as "ações fantasmas"; opções de compra ou de venda (put e call options) de tais papéis e, ainda, penalidades e multas em caso de término do contrato (*golden handshakes*, indenizações em caso de término antecipado do contrato e *golden parachutes*, indenizações em caso de aquisição da companhia por outra).

Importância

O entendimento da remuneração dos administradores é importante para os investidores por ser um dos principais veículos contratuais de alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, além de poder

A remuneração dos executivos é um dos principais veículos contratuais de alinhamento de interesses entre eles e os acionistas

influenciar o horizonte temporal das decisões e induzir comportamentos de maior propensão ou aversão a riscos. Dentro do pacote de remuneração, o componente fixo garante ao administrador estabilidade de rendimentos, enquanto a remuneração variável serve de estímulo ao administrador para perseguir as metas de desempenho e a maximização do valor da companhia, potencialmente propiciando aos acionistas maior retorno sobre o capital investido. Assim, tendo em vista os objetivos econômico-financeiros da empresa de curto, médio ou longo prazos e a conjuntura setorial e macroeconômica na qual a atuação da companhia se insere, pode-se fazer o desenho de um pacote de remuneração que de fato auxilie a consecução de tais objetivos empresariais.

A Lei das Sociedades por Ações, no seu artigo 152, determina que cabe à Assembléia Geral de Acionistas fixar o montante global ou individual "da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação". O mesmo artigo estabelece critérios objetivos e subjetivos para a fixação da remuneração dos administradores, quais sejam, "suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado". Uma pesquisa empírica em documentos públicos, ainda em andamento, feita pelos autores deste artigo, indica que a grande maioria das companhias abertas brasileiras informa apenas os montantes globais de remuneração pagos ao Conselho de Administração e Diretoria de forma agregada, quase sempre sem informar os elementos que compõem o pacote de remuneração e as remunerações individuais dos administradores. Raramente, alguma menção é feita ao peso dado a cada um dos critérios determinantes da remuneração. Em linhas gerais, esta parece ser a praxe societária sobre esta tão importante matéria.

Entretanto, uma leitura deste dispositivo consoante as melhores práticas de governança corporativa, requereria uma interpretação bastante diversa daquela dada pela praxe vigente. A assembléia de acionistas deveria não apenas aprovar ou rejeitar o valor cheio e indiscriminado do total da remuneração, mas sim explicitar o valor individualizado, item por item, de cada um dos componentes da remuneração, para cada um dos administradores. Também deveriam ser explicitados e justificados os critérios considerados e a importância dada a cada critério na fixação dos itens do pacote de remuneração, à luz das competências e atribuições de cada um dos administradores.

Obrigação

Há ainda outras normas societárias relativas à remuneração de administradores. A redação vigente da Instrução CVM 358/2002 obriga os administradores a informar os títulos ou valores mobiliários por eles detidos de emissão da companhia ou de sociedades do grupo, bem como alterações na posição das respectivas carteiras. Além de servir de material para os órgãos fiscalizadores identificarem eventuais operações de *insider trading*, as informações objeto de divulgação por esta norma são essenciais para que o investidor compreenda, em maiores detalhes, um dos incentivos variáveis mais importantes do administrador, que é a propriedade de papéis da companhia. Ao dar transparência às aquisições e alienações de papéis pelos administradores, estas informações sinalizam aos investidores o modo como a administração percebe e interpreta os movimentos do mercado em relação às perspectivas da companhia, e como e quando a administração realiza sua remuneração variável.

A Bovespa recentemente alterou as regras do Novo Mercado, deixando de solicitar as posições individuais e passando a admitir a informação de alterações nas posições das carteiras de forma consolidada por órgão (agregando em uma única linha as movimentações mensais do Conselho de Administração e da Diretoria). Assim, não bastasse a precariedade da informação sobre a remuneração dos administradores, usual na nossa praxe societária, o investidor do mercado acionário brasileiro não mais consegue visualizar, mês a mês, as movimentações individuais com papéis da companhia feitas por cada membro da administração.

A mesma Instrução considera fato relevante, de divulgação obrigatória ao público, a aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações. Por meio da leitura do plano, os investidores obtêm informações sobre os incentivos de remuneração variável dados aos administradores. Ocorre que o plano não informa aos investidores o valor presente nem os ganhos efetivamente auferidos pelo administrador quando do exercício da opção. Estas informações deveriam ser adicionalmente oferecidas pela companhia aos acionistas, porque representam custos potenciais para a companhia e integram a remuneração. Há, assim, um vácuo normativo a ser preenchido.

Desconhecimento

Do que foi dito, percebe-se quão precária e incompleta é a informação dada ao investidor brasileiro. Embora o investidor consiga saber o montante global ou máximo determinado pela assembléia, ele não consegue identificar o quanto cada administrador recebe e sob qual forma a remuneração é paga. No estado atual de nossa praxe, o investidor nem mesmo consegue se assegurar se tal montante global ou máximo de fato incorpora todas as modalidades de remuneração. A título de exemplo, estariam os *fringe benefits* calculados e incluídos no montante global? Como é feito o apreçamento de benefícios como os planos de previdência? Em suma, o investidor não tem informações suficientes para determinar nem como nem qual o montante efetivo das remunerações concedidas, o que faz com que o sistema de incentivos dos administradores das companhias abertas brasileiras possa ser considerado algo próximo a uma "caixa-preta" para alguns investidores.

As informações divulgadas, além de incompletas, são também de difícil acesso. Para conhecê-las, o investidor terá que colher informações fragmentadas ao menos nos seguintes documentos: atas de assembléia de acionistas, de reuniões do Conselho de Administração, eventualmente da Diretoria e dos Comitês de Remuneração (para as companhias que têm este órgão instalado), acordos de acionistas, tabela mensal de informações sobre negociações feitas por administradores com valores mobiliários da companhia ou títulos a eles referenciados, nos termos da Instrução CVM 358, planos de *stock option* ou *stock grants*, Demonstrações Financeiras Anuais Completas e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Informações Anuais (IAN). Ou seja, o investidor terá que montar um verdadeiro quebra-cabeça.

O sistema de incentivos dos administradores pode ser considerado algo próximo a uma "caixa-preta" para alguns investidores

Apenas os investidores de companhias que negociam papéis nos Estados Unidos possuem estas informações mais organizadas e acessíveis, já que a Securities Exchange Commission (SEC) determina a prestação destas informações no formulário 20-F, divulgado no Brasil. Para os investidores das companhias não emissoras de ADRs Níveis 2 ou 3, nada mais resta senão incorrer em custos de tempo e dinheiro para ou montar o quebra-cabeça (que, pelos vácuos normativos, provavelmente resultará incompleto) ou promover este questionamento diretamente à administração, pedindo esclarecimentos adicionais aos documentos públicos. De qualquer modo, os esclarecimentos prestados a um acionista são usualmente direcionados a ele, e não disponibilizados aos demais investidores. Os benefícios do eventual esclarecimento ficam, portanto, restritos àqueles que fizerem este esforço adicional, resultando em ausência de eqüidade de tratamento entre os acionistas. E como ficam aqueles que pretendem tomar uma decisão de investimento (e que, por não serem acionistas, não têm direito de solicitar esclarecimentos à companhia)?

Dúvida

Neste cenário de falta de transparência, de incompletude de informações e de dificuldade de acesso às informações sobre a remuneração dos administradores, como se pode esperar do investidor uma decisão informada e precisa sobre a aquisição, venda ou manutenção de papéis corporativos? Como exemplo, suponha um fundo de pensão preocupado em formar uma carteira sólida de ações com retorno de longo prazo. Este fundo, ao tentar avaliar papéis de duas companhias distintas com perspectivas de mercado similares, precisaria saber em qual delas há um alinhamento de interesses mais adequado entre a remuneração dos administradores e as metas de longo prazo das companhias, a fim de tomar sua decisão de investimento. Somente assim o fundo investidor pode reforçar seu convencimento de que um ou outro é um investimento de maior qualidade e apreçá-los adequadamente.

Idêntico interesse têm os demais investidores sobre a adequação de incentivos recebidos pelos administradores. O conhecimento sobre o pacote de remuneração e, portanto, sobre o sistema de incentivos, é condição para que os investidores possam avaliar se os administradores estão sub ou superincentivados ou se há distorções nos elementos da remuneração, à luz do papel desempenhado por cada administrador da companhia e em relação à companhia e suas concorrentes.

A potencial inadequação dos incentivos pode distorcer os estímulos que o administrador possui para aumentar o valor de longo prazo da empresa. A remuneração em nível distinto do adequado ou "ótimo" (para usar a expressão do jargão econômico) pode representar vários custos para os investidores. A curto prazo, remunerações desbalanceadas podem provocar a redução dos montantes dos dividendos distribuídos e pagos aos acionistas. A médio e longo prazos, os custos podem ser ainda maiores, pois a atuação do administrador em descompasso com os interesses dos acionistas pode reduzir o valor da empresa ou impedir o crescimento do potencial pleno

da companhia. Como exemplo, uma remuneração baseada fortemente em bônus atrelados a metas de curto prazo pode incentivar o administrador a realizar as operações das quais resulte para ele o bônus, independentemente de tais operações representarem a melhor opção para a companhia à época e no longo prazo. Em um outro exemplo, a remuneração dos administradores baseada preponderantemente nos lucros da companhia pode ser distorcida caso não se consiga isolar dos resultados os ganhos eventuais decorrentes de sazonalidades ou questões macroeconômicas (os chamados *windfall gains* e os *luck-based payments*). Assim, por questões externas ao desempenho propriamente dito da companhia, o administrador pode ser remunerado por algo para o qual ele efetivamente não contribuiu, mas que foi resultado de questões conjunturais (i.e. ganhos com a desvalorização cambial).

Deve-se mencionar ainda que os problemas relativos à remuneração da administração não se esgotam na questão da adequação de incentivos. Como se sabe, a estrutura de propriedade das companhias brasileiras é caracterizada por um alto grau de concentração acionária (sendo o fenômeno da pulverização acionária recente e restrito a um pequeno grupo de empresas). Da estrutura de propriedade concentrada e da decorrente identificação de níveis da administração com o acionista controlador, a remuneração dos administradores, obscurecida como é, pode servir de veículo para a diminuição do patrimônio da companhia e dos investidores minoritários por meio dos chamados "benefícios privados do controle" (situações nas quais os controladores conseguem extrair da companhia um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade). Esta circunstância salienta mais a importância de o investidor poder avaliar se o processo de aprovação da remuneração dos administradores foi aquele que melhor conduziria a resultados positivos sob a ótica das boas práticas de governança corporativa.

Soluções

Como resolver os problemas acima indicados? As soluções a seguir, inspiradas em experiências de mercados mais desenvolvidos, poderiam ser adotadas voluntariamente por companhias preocupadas com a implementação das melhores práticas de governança corporativa ou poderiam ser regulamentadas pela CVM ou pela Bovespa. Uma primeira sugestão seria a modificação da praxe societária. A proposta de remuneração dos administradores deveria ser feita por um processo transparente, iniciada por um Comitê de Remuneração do Conselho de Administração composto em sua maioria por conselheiros independentes. Esta proposta deveria habilitar os acionistas a votarem devidamente informados sobre cada item do pacote de remuneração, individualizado por administrador e justificado segundo os critérios legais.

As companhias poderiam ainda informar, em tabelas de fácil compreensão: os montantes totais a serem pagos no exercício em curso a cada um dos administradores e sob qual modalidade, bem como os mesmos montantes e modalidades pagos nos últimos X anos anteriores; os planos de *stock options* e *stock grants*, especificando o número de ações que podem resultar do exercício, o preço unitário de exercício e eventuais descontos, termos iniciais e finais para o exercício, valor à época da outorga, valor estimado quando do exercício, valor presente das opções ainda não exercidas e eventuais alterações no preço de exercício; os planos de previdência privada e seguros contratados beneficiando o administrador e os montantes dos planos de incentivo de médio e longo prazos, e respectivos valores presentes; e os detalhes sobre os termos e condições das contratações dos administradores, inclusive montantes das eventuais cláusulas indenizatórias.

O somatório de todos estes montantes, a serem percebidos por cada um dos administradores, deveria constar em um único item. Deveriam ainda ser informadas as remunerações de eventuais empregados que tenham salários maiores que os administradores. Para facilitar a avaliação pelo investidor dos incentivos, as companhias deveriam também divulgar, por meio de acesso mais direto que as atas societárias, os critérios utilizados para fixar a remuneração de cada administrador, as possíveis relações entre as práticas de remuneração e o desempenho econômico-financeiro da companhia e gráficos comparativos do seu desempenho em relação a índices amplos e em relação a suas concorrentes setoriais. Com isso, os investidores poderiam apreçar mais corretamente os papéis das companhias, premiando as empresas com estruturas de incentivo mais corretas e punindo eventuais distorções.

Apesar de ainda termos um longo caminho a percorrer, devemos seguir exemplos recentes de outros mercados, como o norte-americano e o alemão, e colocarmos a remuneração dos administradores no topo das discussões sobre governança corporativa no Brasil.

---

[1] Mestre em Direito pela University of Chicago, especialista em Direito pela University Institute of European Studies, pesquisadora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EDESP/FGV) e membro do Núcleo de Governança Corporativa e Planejamento Jurídico da EDESP/FGV.

[2] Doutor e mestre em Administração de Empresas-Finanças pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), professor doutor da FEA/USP e pesquisador sênior do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).