

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL DE GESTÃO E NEGÓCIOS

MARCELO DA SILVA VARREIRA

POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO:
O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO

PORTO ALEGRE

2013

Marcelo da Silva Varreira

POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO:
O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Área de concentração: Governança Corporativa e Gestão de Pessoas.

Orientador: Prof. Dr. João Zani.
Coorientadora: prof^a. Dr^a. Patrícia Fagundes.

Porto Alegre

2013

Marcelo da Silva Varreira

POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO:
O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em _____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Profº Dr. Francisco Zanini – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Profº Dr. Roberto Decourt – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Profº Dr. Oscar Kronmeyer – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

AGRADECIMENTOS

Agradecimentos à minha família, pelo respeito e entendimento ao tempo desprendido para este sonho, e, principalmente, para a minha esposa, Vivian, e meu filho, Roberto, ao prof. Dr. João Zani, prof^a. Dr^a. Patrícia Fagundes, aos meus colegas, pelo apoio. A todos, um muito obrigado.

RESUMO

A aplicação de incentivos monetários e não monetários a executivos, com objetivo de obter uma *performance* empresarial, de curto ou longo prazo, constitui um dos mecanismos de governança corporativa para alinhamento entre os interesses do acionista majoritário e proprietário (principal) e executivos (agentes). Como ajustador deste alinhamento o papel do Conselho de Administração, bem como dos comitês de apoio como de riscos e de remuneração, são fundamentais. Dependendo do ajuste do sistema, poderá haver uma exposição ao risco estratégico em maior ou menor grau. No Brasil, conforme percepção de conselheiros de administração, este mecanismo não é regulado com objetivo de regular a exposição ao risco estratégico e as políticas de incentivo são alinhadas, em geral, no curto prazo, conforme a performance desejada, levando a custos de controle e monitoramento. Além disto, algumas peculiaridades brasileiras leva a necessidade de modelos de incentivo adequados ao Brasil, sendo, os componentes de incentivo usuais na Europa e Estados Unidos, em alguns casos, conflitantes com a legislação trabalhista e fiscal brasileira.

Palavras-chaves: Política de incentivos. Performance. Exposição ao risco estratégico. Conselho de Administração. Longo e curto prazo.

ABSTRACT

The application of monetary and non monetary incentives to executives in order to obtain a performance business, short or long term, are corporate governance mechanisms for aligning the interests of shareholders, and majority owner (principal) and managers (agents). As this alignment adjusting the role of Board of Directors and committees of support as risk and return are key. Depending on the setting of the system, there may be a strategic risk exposure to greater or lesser degree. In Brazil, as perceptions of board members, this mechanism is not regulated for the purpose of regular exposure to strategic risk and incentive policies are aligned generally in the short term, as the desired performance, leading to control costs and monitoring. Moreover, some peculiarities Brazilian models leads to the need for adequate incentive to Brazil, being the components of incentive usual in Europe and the United States, in some cases, conflicting with the Brazilian labor legislation and tax.

Keywords: Executive compensation policy. Performance. Strategic Risk exposition. Administration board. Long and short term.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Ocorrências x Relação com as políticas de incentivos.....	17
Quadro 2: Mecanismos de Governança Corporativa que reduzem ou aumentam o conflito de agência e a exposição ao risco.....	25
Quadro 3: Quadro resumo sobre os cenários da Governança Corporativa em comitê e políticas de remuneração e incentivo, comitê de riscos e Conselhos de Administração.....	33
Quadro 4: Quadro Comparativo de indicadores de Performance mais usuais nos Estados Unidos e Brasil	66
Quadro 5: Quadro Exemplo de Categorização e Tipos de Riscos	72
Quadro 6: Resumo de tópicos e principais referências pesquisadas	81
Quadro 7: Resumo do perfil de cada conselheiro de administração entrevistado.....	88
Quadro 8: Quadro com síntese da análise textual e temas relacionados ao objetivo.....	104

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Relação entre o nível de governança corporativa, teoria da agência e as políticas de incentivo.	16
Figura 2: Função da utilidade gerencial x Perfil de risco	23
Figura 3: O problema de conflito de agência.....	26
Figura 4: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas às Políticas de Incentivos: Conselho de Administração e comitês de remuneração, risco e auditoria.....	27
Figura 5: Evolução da remuneração total de executivos x Salários fixos x Performance das empresas.....	50
Figura 6: Evolução dos pacotes de Remuneração dos CEOs de empresas S&P500 e Dow Jones (1992-2002).	51
Figura 7: Média da Remuneração total dos executivos de empresas do índice IGC do IBovespa.	52
Figura 8: Estratégia de Remuneração.....	53
Figura 9: Estratégia de Remuneração.....	55
Figura 10: Composição do Plano de Bônus Anual	56
Figura 11: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas entre incentivos e performance: Performance de curto e longo prazo.	64
Figura 12: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas entre incentivos e performance: Regulagem da exposição ao risco entre o principal e para o agente	71
Figura 13: Grau de risco conforme os níveis de decisão da empresa.....	74
Figura 14: Nível de remuneração e assunção de riscos	78
Figura 15: Nível de remuneração e assunção de riscos	79

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Problema	13
1.2 Objetivos	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.2 Objetivos Específicos	14
1.3 Contextualização	14
1.4 Justificativa	17
2 A TEORIA DA AGÊNCIA - O DILEMA AGENTE-PRINCIPAL.....	19
2.1 Os Custos de Agência.....	19
2.1.1 Custos de Agência e Assimetria de Informações	21
2.2 A Maximização da Utilidade Gerencial e a Exposição ao Risco.....	22
2.3. Mitigação dos Custos de Agência	23
2.4 Comentários síntese	25
3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	27
3.1 Definições para Governança Corporativa.....	28
3.1.1 Governança Corporativa no mundo	29
3.1.2 Governança Corporativa no Brasil	30
3.1.3 Comparação entre os Níveis de Governança no Mundo e no Brasil.....	32
3.2 A Teoria da Maximização da Riqueza do Acionista	36
3.2.1 A Doutrina Milton Friedman: A Responsabilidade Social Empresarial	36
3.2.2 Políticas de Valoração da Ação no Curto Prazo.....	37
3.2.3 Doutrina da Sustentabilidade	39
3.2.4 Valoração da Ação ao Longo Prazo.....	40
3.3 O Conselho de Administração.....	41
3.3.1 O Conselho de Administração e a Performance da Firma	42
3.4 Os Comitês do Conselho de Administração	43
3.4.1 O Comitê de Remuneração e Incentivos.....	44
3.4.2 O Comitê de Auditoria e de Riscos	46
3.5 Comentários síntese	47
4 AS POLÍTICAS DE INCENTIVO	48
4.1 Histórico das Políticas de Incentivo.....	48

4.2 Os Componentes Formadores de Pacotes de Incentivo	53
4.2.1 O Salário Base	54
4.2.2 Plano de Bônus Anual.....	55
4.2.2.1 Os Problemas do Plano de Bônus Anual	58
4.2.3 Stock Options	58
4.2.3.1 Os problemas de Stock Options.....	60
4.2.4 Outros Componentes	61
4.3 A Relação Política de Incentivos e a Performance da Firma.....	63
4.4 Argumentos contra as Políticas de Incentivos por Performance	66
4.5 Comentários síntese	68
5 O RISCO SOB A PERSPECTIVA DAS POLÍTICAS DE INCENTIVO	70
5.1 Tipos de Risco.....	71
5.2 Risco Estratégico	73
5.3 As Políticas de Incentivo e a Exposição ao Risco Estratégico	74
5.4 O Papel do Conselho de Administração na Exposição ao Risco Estratégico.....	79
5.5 Principais Referenciais Teóricos	80
5.6 Comentários Síntese	82
6 MÉTODO.....	83
6.1 Metodologia de Pesquisa para Alcance das Percepções de Conselheiros.....	83
6.2 Técnica de Coleta de Dados	84
6.3 Técnicas de Análise de Dados.....	85
6.4 Sujeitos da Pesquisa: Os Conselheiros de Administração.....	86
7 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	89
7.1 As Percepções de Conselheiros de Administração da Exposição ao Risco Estratégico Provenientes de Políticas de Incentivo.....	89
7.2 síntese dos resultados apresentados e discutidos.....	103
7.3 análise bibliográfica e dos resultados apresentados	106
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS	108
8.1 Implicações do Estudo	109
8.2 Limitações do Estudo	110
8.3 Indicações para Estudos Futuros	111
REFERÊNCIAS.....	112
anexo 1: Estratégia de Aplicação da Entrevista em Profundidade.....	116

Anexo 2: Relação Entrevista em Profundidade com tópicos da pesquisa.....	117
Apêndice 1: Consolidação das Leis Trabalhistas: Decreto lei 5452/43	118
Apêndice 2: Decreto 3.000 / 99- Legislação do IR pessoa física	123

1 INTRODUÇÃO

Em 2008, a crise financeira mundial impacta a economia, e suas causas levam a uma nova reflexão sobre o sistema capitalista. Desde os primórdios da revolução industrial, o sistema prezou pela liberdade da atividade econômica, a livre iniciativa e um prêmio para os indivíduos que assumiam o risco por esta. Durante o século XX, este sistema foi adaptando-se às condições políticas e às transformações tecnológicas, aonde, no início do século, havia uma participação maior do estado na vida econômica, e, no final, uma participação muito menor, havendo, em contrapartida, um sistema baseado no mercado, na concorrência e no incentivo à inovação. Este ambiente passou a oferecer riscos e a ser propício para obtenção do sucesso financeiro, mas, também, para fracassos e o desencadeamento de algumas crises econômicas. Estas crises levaram especialistas, governos e o mercado a uma discussão e reflexão a respeito do atual sistema.

As crises do final do século XX e início dos anos 2000 foram desencadeadas por fraudes no sistema de demonstrativos de resultados e balanços de empresas americanas, e a de 2008, em especial, pela quebra de bancos e outras empresas do setor financeiro americano, que acabaram contaminando o mercado mundial. Conforme reportagem da *Harvard Business Review* (2009), e abordados em trabalhos de Vieito *et al* (2009) e Charam (2009) citam entre algumas das causas mais fortes, os excessivos incentivos remuneratórios de curto prazo, desalinhados dos interesses das companhias e seus acionistas, que incentivavam executivos à tomadas de decisão com excessivos riscos à empresa. Tudo isso com o objetivo de obter aumentos substanciais de seus rendimentos.

No entanto, conforme Saito e Silveira (2008), estas políticas de incentivos dadas aos executivos são importantes instrumentos para mitigar os problemas de desalinhamento entre interesses dos acionistas e proprietários, e os principais executivos da companhia. Porém, estas políticas de incentivos desequilibradas, aliadas, cada vez mais, a resultados à curto prazo, podem levar o executivo a definir estratégias de maior ou menor risco à sustentabilidade da empresa.

As políticas de incentivos têm obtido maior relevância, principalmente, após a crise mundial de 2008. Isso provocou estudos recentes a respeito da relação entre estas políticas de incentivo, dadas aos executivos, e a *performance* da empresa, e

como estes incentivos levam os executivos a implementarem estratégias de risco para a empresa. A maioria destes estudos concentra-se no exterior e tem levado a uma série de mudanças nessas políticas de incentivos, nos controles em nível de governança corporativa, feitos pelos conselhos de administração, e desencadeou uma nova forma de exigir *performance* das empresas e dos executivos.

No Brasil, segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), apesar dos reflexos notáveis da crise, tal questão não tomou proporções tão grandes quanto no exterior. Entretanto, dado o crescimento do mercado de capitais, a emergência de gestores e conselheiros cada vez mais profissionalizados e a mudança da estrutura de capital de algumas empresas em direção a um modelo de capital mais disperso, o alinhamento de interesses entre acionistas, administradores e empresas, via incentivos, começa a ganhar mais importância. A oportunidade gerada pela inclusão no novo código civil brasileiro, de responsabilidade sobre os administradores em casos de má administração de negócios, e da Instrução Normativa 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2009, ao instituir o Formulário de Referência e a divulgação da remuneração de executivos, e, ao final de 2011, a aprovação, pelo Banco Central do Brasil, da resolução 3.921, que estabelece a obrigatoriedade de Comitê de Remuneração para instituições supervisionadas pelo BACEN, foram estímulo para a transparência e melhores práticas de governança no mercado de capitais brasileiro. Porém, ainda são escassos os estudos a respeito desta problemática no mercado brasileiro, principalmente sobre os avanços pós 2008.

Este trabalho sobre as políticas de incentivos, e a consequente exposição ao risco das empresas, foi desenvolvido sobre a base de temas do campo da governança corporativa e da gestão de pessoas. A organização deste trabalho consiste em apresentar o problema de pesquisa que está sendo proposto, objetivo geral e os específicos, além da contextualização deste problema. Antes de abordar o assunto políticas de incentivos para executivos e exposição ao risco, é necessário desenvolver uma base de teorias inter-relacionadas com o tema. Isto foi alcançado no referencial teórico, dividido em quatro capítulos. Primeiro, o trabalho explorou o comportamento gerencial e a relação dos executivos com a empresa, com base na teoria da agência e na função da utilidade gerencial. Segundo, os mecanismos de governança corporativa explorados pelos conselhos de administração, entre eles: definição das estratégias para alcançar o nível de *performance* da empresa. Na

terceira parte, especificamente, as políticas de incentivos dadas aos executivos, com o objetivo de atender a *performance* da empresa, além dos argumentos contrários à estas políticas. Finalmente, na quarta parte é abordada a exposição ao risco e a relação com a graduação dos incentivos dados, os tipos de risco, e o risco estratégico, no qual o trabalho está concentrado.

O método de pesquisa foi aplicado através de entrevistas em profundidade com conselheiros de administração, atuantes em empresas brasileiras de capital aberto, com experiência em alinhamento de estratégias de empresas e incentivos dados aos executivos. Através de análise dos dados da entrevista, foi, finalmente, traçado um cenário destas políticas e o impacto destas na exposição das empresas ao risco estratégico, sendo este cenário construído sob a perspectiva dos conselheiros de administração. Nas considerações finais foram avaliadas as contribuições deixadas pelo trabalho e sugestões para futuros trabalhos.

1.1 PROBLEMA

O pacote de remuneração de executivos, utilizada como forma de alinhar interesses de agente e principal, pode causar efeitos que as empresas não conseguiram identificar nos episódios de crise nas últimas décadas. Apesar de este problema ser enfrentado por diversos países, o Brasil não está isento desta problemática. Desta forma, o problema que norteia este trabalho é como as políticas de incentivo concedida à executivos refletem na exposição ao risco em empresas brasileiras de capital aberto?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo central deste trabalho é investigar a percepção dos conselheiros de administração, em relação à exposição ao risco estratégico da empresa, determinado pela implantação de políticas de incentivos aos seus principais executivos.

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- Identificar as políticas de incentivos aplicadas aos principais executivos de empresas brasileiras de capital aberto;
- Analisar a perspectiva sobre o nível de exposição ao risco das empresas brasileiras de capital aberto, sob o ponto de vista de conselheiros de administração.

1.3 CONTEXTUALIZAÇÃO

A década de 2000 e a crise financeira mundial de 2008 levaram a conhecimento do público, em geral, diversos escândalos em que altos executivos com elevada remuneração deixavam empresas, devido a fraudes ou a baixas *performances* das mesmas, e, mesmo assim, recebiam os seus bônus, prêmios e ações a que tinham direito. Além disto, através da imprensa internacional especializada, houve fortes evidências de que o desencadeamento dos fatos ocorreu devido ao comportamento e à exposição a riscos elevados nessas empresas. Isto tudo, entre alguns especialistas em risco, por consequência das decisões estratégicas tomadas pelos altos executivos, incentivados pelas políticas agressivas e o baixo controle dos conselhos de administração de empresas.

No Brasil, a motivação pelo mercado de capitais crescente e a economia brasileira em ascensão levaram muitas empresas a abrirem o seu capital. Mesmo o Brasil apresentou casos de ações de risco tomadas por CFOs, CEOs e executivos, reduzindo consideravelmente o valor das empresas, investindo em derivativos de alto risco. Conforme Silveira (2010) ficou evidente a falta de transparência nas informações das empresas e falhas na governança corporativa.

Em artigo sobre a nova gestão de risco da *Harvard Business Review* (2009) é discutida as formas de identificação de riscos, anteriormente como indicadores individuais, mas que a crise mundial de 2008 provou que é necessário avaliar o risco de forma sistêmica. As empresas e economias estão interligadas, não podendo somente avaliar os riscos de forma específica. O risco tornou-se mais amplo e deve ser avaliado do ponto de vista mais qualitativo do que quantitativo. A crise leva a uma revisão das políticas de maximização da ação e de incentivos agressivos dados a

executivos para assumirem riscos, em prol da valorização máxima da empresa. Este argumento é levado como uma das causas incipientes da crise. Há necessidade de uma revisão sobre a gestão de risco estratégico¹.

Neste mesmo artigo, ainda é lembrado que o princípio do valor ao acionista, defendido por Milton Friedman na Responsabilidade Social da Empresa, onde a sociedade ganharia se a empresa pensasse exclusivamente em garantir o máximo retorno aos acionistas, era a justificativa para qualquer executivo correr mais riscos do que o normal, e era a doutrina prevalecente.

A relação dos custos de agência com o nível de exposição de riscos dos executivos da empresa, quando atreladas à incentivos ao desempenho de curto prazo, encoraja-se o executivo a assumir altas doses de risco para produzir retornos elevados, o que pode levar a um grande problema de risco moral. A remuneração, ou os incentivos dados aos principais executivos da empresa, tem uma alta correlação com o tipo de política de maximização de valor da ação, de curto ou longo prazo, e do nível de risco a que ele exporá a empresa.

Conforme o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), uma governança corporativa forte tem se popularizado entre as empresas brasileiras, mas somente a partir dos anos 2000. Segundo Silveira (2010), o nível da governança corporativa no Brasil ainda apresenta um quadro imaturo frente aos demais sistemas de governança americano, europeu e japonês. Entre os principais problemas estão: as “regras do jogo”, não claras e instáveis; ausência de leis e *enforcement*² que garantam os direitos efetivos dos credores e acionistas minoritários; presença de blocos de controle com prevalência de familiares nos conselhos de administração; além do uso de financiamento de bancos estatais como relevante para empresas brasileiras. Ou seja, o nível da governança corporativa brasileira está abaixo dos demais países desenvolvidos.

Em mercados ineficientes, geralmente, os executivos das empresas obtém informações mais importantes antecipadamente aos acionistas, proprietários e investidores, e, conseqüentemente, estas informações irão influenciar na sua avaliação da empresa. Essa assimetria leva a conflitos entre os executivos, acionistas e proprietários da empresa, pois dá uma vantagem aos executivos, sendo esta a

¹ Risco estratégico, conforme Kaplan (2009), são os relacionados com as decisões sobre estratégias da empresa. Detalhes no capítulo 5.

² Aplicação de regras, leis ou acordos.

abordagem da teoria da agência. Sendo o mercado realmente ineficiente, os custos de agência são uma realidade intrínseca ao relacionamento entre os atores.

Figura 1: Governança corporativa, teoria da agência e as políticas de incentivo, teorias relacionadas com a exposição ao Risco Estratégico



Fonte: Elaborado pelo autor.

Analisando todo o cenário apresentado sobre a avaliação das políticas de incentivos aos executivos no exterior, e a falta deste cenário no mercado de capitais brasileiro, a influência da teoria da agência, que é intrínseca ao cenário, e o nível da governança corporativa no Brasil, pode-se considerar a alta relevância do assunto, principalmente no Brasil, que possui um mercado em franca expansão, com um número crescente de empresas abrindo capital e que devem adotar um nível de gestão de riscos para proteger o valor de riqueza do acionista, princípio que os principais mercados de capitais no mundo prezam. Para isto, o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas e proprietários deve ser bem definido, sendo as políticas de incentivos a forma de o conselho influenciar o executivo a obter a *performance* que eles anseiam. Desde 2009, o debate sobre as políticas de incentivos está aberto no meio acadêmico, através de publicações na Europa, EUA (Estados Unidos) e Ásia. No entanto, no Brasil o mapeamento do cenário atual e recente é embrionário, pois ainda falta saber o que os conselhos de administração no Brasil entendem desta problemática no mercado brasileiro.

Desta forma, depois de apresentar o cenário motivacional para este trabalho através da problemática internacional, o amplo debate no mundo a respeito das

causas da crise, e a opinião de especialistas, chega-se ao cenário brasileiro, ainda não claro, com uma governança corporativa ainda em desenvolvimento.

1.4 JUSTIFICATIVA

A crise financeira ocorrida em 2008 continua causando consequências até hoje, e tem levado a uma avaliação das políticas de incentivo. O quadro abaixo representa, resumidamente, as crises que levaram a uma nova perspectiva dessas políticas, de forma histórica, conforme Vieito et al. (2009), demandando uma nova forma de aplicar incentivos, sob uma perspectiva que forneça sustentabilidade à empresa, ao contrário do incentivo de curto prazo.

Quadro 1: Ocorrências x Relação com as políticas de incentivos

Marcos da década 2000	Ocorrências	Relação com as Políticas de Incentivo
Crise de 2000	Fraude de balanços patrimoniais.	Opções de ações incentivam executivos a buscar <i>performance</i> da empresa à curto prazo.
Crise de 2008	Mercado de subprime e quebra no sistema financeiro.	Opções de ações e altos salários de executivos vinculados a <i>performance</i> da empresa .
Pós 2008	Efeitos posteriores da crise de 2008.	Uso de políticas de incentivos vinculadas a sustentabilidade da empresa.

Fonte: Adaptado de Vieito et al. (2009).

Escassos estudos acadêmicos no Brasil a respeito do assunto constituem a razão para estudar e aprofundar o conhecimento sobre quais são as políticas de incentivo adotadas entre empresas brasileiras. Enquanto nos Estados Unidos, Europa e Ásia tem-se desenvolvido rico material e há ampla discussão a respeito. No Brasil, como o mercado de capitais é recente e a governança corporativa nestas companhias é muito jovem, pesquisas a respeito destas políticas de incentivos são raras. Estudos sobre teoria das agências e nível da governança corporativa brasileira tem sido assuntos de muito debate e tem apresentado evolução. Porém, as políticas de incentivos ainda carecem de informações públicas e de um cenário para entendimento do nível em que as empresas brasileiras de capital aberto estão expostas ao risco provenientes destas políticas.

A definição de políticas de incentivo para executivos e o controle de conselhos de administração é um assunto de alta relevância em finanças, sendo que nos últimos

quatro anos tem havido amplas publicações internacionais a respeito. A contribuição deste trabalho é entregar uma investigação sobre a exposição aos riscos estratégicos das empresas devido ao uso das políticas de incentivo a executivos, e, desta forma, poder ajudar empresas brasileiras a identificar as políticas atuais e avaliá-las frente às adotadas internacionalmente. Consequentemente, com este trabalho, poderá ser analisada a perspectiva de risco das empresas brasileiras, expostas através de políticas de incentivo aplicadas aos executivos ou sujeitos do nível estratégico da empresa.

As políticas de incentivos nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo não são claras aos investidores, tornando difícil o entendimento do cenário atual e dos impactos no mercado de capitais brasileiro. Por isso, o objetivo é, através de entrevistas com os conselheiros de administração, investigar a percepção deles frente esta relação.

2 A TEORIA DA AGÊNCIA - O DILEMA AGENTE-PRINCIPAL

O presente capítulo aborda o conflito de interesses entre o executivo e os acionistas e proprietários da empresa. O dilema em que o executivo precisa decidir entre maximizar o seu rendimento ou o do acionista e proprietário foi desenvolvido na década de 1950, e tem sido base para diversas pesquisas sobre o comportamento e tomadas de decisão de executivos. O comportamento gerencial, explicado através da teoria da agência e da função utilidade gerencial, traz conceitos importantes para o modelo de decisão que levará o executivo à tomada de decisões que maximizem o seu ganho, e não do acionista e proprietário. As políticas de incentivo atuam diretamente sobre este comportamento, e será fundamental para o entendimento de como este comportamento, aliado a incentivos, leva o executivo a definir estratégias de exposição ao risco estratégico.

2.1 OS CUSTOS DE AGÊNCIA

Os trabalhos pioneiros sobre custos de agência de Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975) levantaram o problema, do ponto de vista econômico, relacionado à concessão de poderes dado aos executivos, por parte de acionistas e proprietários de empresas, para agirem em seu nome. Na abordagem destes autores, o problema é alinhar incentivos que levem o executivo a atender os interesses do acionista. Este problema era encontrado em diversos campos, como político, no governo, e, principalmente, na relação contratual entre empregador e empregado.

Estes trabalhos tornaram o problema de custos de agência relevante para a administração de empresas e a economia, mas o trabalho de Jensen e Meckling (1976) foi, do ponto de vista da economia financeira, de grande importância, sendo a partir dele, constituída a base para o desenvolvimento de pesquisas posteriores. Segundo eles, a teoria da agência está centralizada no relacionamento desalinhado entre o agente (executivos) e o principal (acionistas e proprietários), em que ambas as partes estarão tentando maximizar suas partes. A análise desta forma leva a acreditar que nem sempre o agente agirá no melhor interesse para o principal. O acionista e proprietário, com a finalidade de garantir a maximização de valor do seu investimento, e de mitigar os efeitos da divergência de interesses, passa a monitorar e controlar as ações dos executivos, aplicando incentivos contratuais adequados a eles. Assim, os

acionistas e proprietários passam a incorrer em custos de controle e de incentivos, que serão chamados de custos de agência.

Conforme o trabalho de Silveira (2010), os custos de agência são principalmente incorridos pelos acionistas e proprietários, devido a vantagem que o executivo possui de conhecer o negócio melhor que o acionista. Esta vantagem deve-se à assimetria de informações. Este cenário pode levar o executivo, geralmente, a decidir por alocar os recursos corporativos em projetos que maximizem seus resultados pessoais em detrimento dos do acionista. As formas mais comuns de depreciação do valor corporativo pelo executivo identificadas na literatura foram:

- Realização de projetos desnecessários ou improdutivos, em que o resultado será usufruído pelo executivo, e as perdas serão socializadas com os acionistas e proprietários ou que reduzam o risco do executivo;
- Criação de barreiras para substituição dos executivos, o desejo de manter o cargo e emprego ou de perdê-lo, pode levar o executivo a um comportamento de “defesa”, resultando em decisões que levem ao desestímulo à sua substituição, como assumir medidas defensivas que evitem que a companhia seja adquirida, mesmo que vantajosa para o acionista, ou empreender estratégias que maximizem os resultados de curto prazo, optando por projetos com *payback*³ curto, mas não tão rentáveis;
- Definição de remuneração abusiva para si próprios, quando o executivo possui controle sobre o processo decisório relativo à remuneração e a tendência de concessão de vantagens pouco vinculadas ao desempenho;
- Venda de ativos, produção ou títulos da companhia abaixo do preço de mercado para outras companhias das quais sejam acionistas, conhecido como *Tunneling*⁴.

Os custos de agência variam de magnitude entre empresas, com algumas sendo propensas a sofrer maiores custos dessa natureza do que outras. Entre os principais fatores que podem determinar um maior nível de custos de agência, destacam-se:

³ *Payback* é o tempo decorrido entre o investimento inicial e o momento no qual o lucro líquido acumulado se iguala ao valor desse investimento.

⁴ Venda de ativos, transferência resultado entre empresas.

- As preferências dos gestores: executivos com maior senso ético devem levar suas companhias a incorrer em menores custos de agência;
- Custos de monitoramento e dos gastos dos executivos: quanto maior for o custo de monitoramento das decisões e despesas dos gestores, maiores tendem a serem os custos de agência;
- Dificuldade de mensuração do desempenho dos gestores: quanto mais difícil mensurar o desempenho específico dos executivos, maiores tendem a serem os custos de agência;
- Competição entre potenciais gestores: quanto mais importante for um determinado executivo para a companhia, mais difícil tende a ser sua substituição e maiores tendem a serem os custos de agência.

Jensen (1986), Saito e Silveira (2008) acrescentam mais dois fatores relevantes, incrementando esta lista:

- Excesso de caixa livre⁵; e
- Poucas oportunidades de investimento.

Estas duas situações levam a empresa a incorrer em custos de agência maiores, pois o executivo pode destruir o valor corporativo sem impactar negativamente em sua carreira pessoal. Este cenário é, mais facilmente, encontrado em empresas de grande porte e em setores maduros.

2.1.1 Custos de Agência e Assimetria de Informações

A assimetria de informações é uma das grandes vantagens do agente, pois ele, como administrador, conhece a empresa muito melhor que os acionistas. Quanto maior for esta discrepância, mais evidentes serão os conflitos de agência na empresa. Moreira, Tambosi e Garcia (2009), através de sua pesquisa, comprovam que as empresas que possuem nível diferenciado de governança corporativa possuem menores riscos de assimetria de informações. Quando as informações são repassadas com maior confiabilidade e equilibradas aos acionistas,

⁵ Excesso de recursos disponíveis para gastos discricionários, como aumento de benefícios e mordomias aos gestores, após pagamento de todas as obrigações da empresa.

consequentemente essas informações se tornarão públicas e o próprio mercado poderá analisá-las e julgar o valor de mercado das ações. Desta forma, os custos de agência devem ser reduzidos e os níveis de controle e monitoramento poderão ser menores.

Para enfrentar estes fatores de conflito, os custos de agência e reduzir a assimetria de informação entre agente e principal, algumas propostas de mitigação foram levantadas por diversos autores. No entanto, algumas destas propostas levarão a outros desdobramentos.

2.2 A MAXIMIZAÇÃO DA UTILIDADE GERENCIAL E A EXPOSIÇÃO AO RISCO

A maximização da função gerencial é uma hipótese decorrente da teoria da agência. Conforme Jensen e Meckling (1976), os gestores maximizam a sua utilidade consumindo recursos dos acionistas e proprietários, devido ao fato de os executivos possuírem menos possibilidade de diversificação de seus investimentos, pois geralmente dependem do emprego. Eles partem de um exemplo de uma empresa hipotética, em que há somente um acionista, e ele é o principal gestor desta empresa. Este indivíduo acumulará benefícios pecuniários e não-pecuniários⁶ derivados de sua atividade executiva, até um ponto ótimo, que será quando uma utilidade marginal em benefícios pecuniários e não-pecuniários do gestor for igual a uma unidade monetária de riqueza que a empresa ganhar. A partir daí, qualquer decisão em favor do aumento de benefícios aumenta a utilidade gerencial e reduz a produtividade da firma, e em consequência, a riqueza do acionista.

Adicionalmente, Damodaran (2008) relaciona, racionalmente, a teoria de Jensen e Meckling (1976) ao perfil de risco. O executivo, geralmente, é dependente do seu emprego, e, sendo assim, será avesso ao risco. Desta forma, diversificará o risco da empresa, contrariando os interesses do acionista, os quais podem diversificar seus riscos no mercado, às vezes, de forma mais barata (gráfico “a”, figura 2).

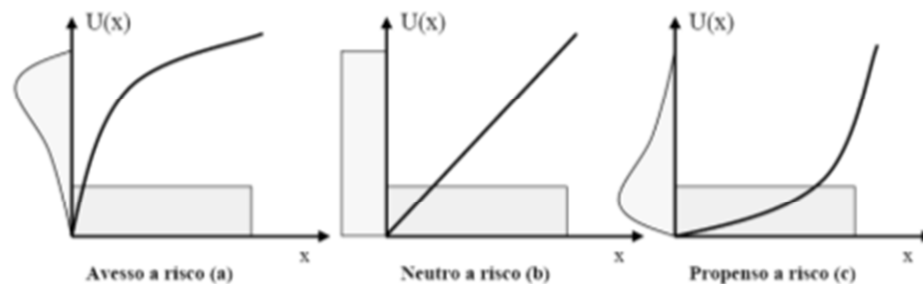
Por outro lado, Smith e Stulz (1985) concordam que os executivos, por dependerem do seu emprego, tomarão medidas de menor risco. No entanto, eles desenvolveram um modelo onde empresas incentivam seus executivos com ações e

⁶ Benefícios não-pecuniários são relacionados a status frente à sociedade, regalias e mordomias.

opções de ações⁷, e, desta maneira, concluíram que executivos de posse maior de ações se envolverão mais em gerenciamento de riscos, enquanto executivos que tenham posse de opções de ações atribuem menor importância ao gerenciamento de riscos. Isto é explicado devido ao pagamento de ações serem feitas de forma linear, enquanto o de opções tem lucros convexos, induzindo os executivos a assumirem mais riscos, ou seja, os executivos estarão mais propensos a assumir riscos, empreenderão mais projetos rentáveis, aumentando a riqueza do acionista e a utilidade gerencial (gráfico “c”, figura 2). Este cenário, atrelado a uma política de incentivos de curto prazo e remuneração agressiva, aumentará a exposição da empresa ao risco, e poderá gerar problemas de agência.

Do ponto de vista de riscos, os conflitos de agência, quando compartilhados entre o agente e o principal, tendem a ocasionar maiores custos, pois, apesar de estarem alinhados e cooperarem com objetivos em comum, podem divergir na diversificação dos riscos na empresa.

Figura 2: Função da utilidade gerencial x Perfil de risco



Fonte: Adaptado de Damodaran (2008, p.49-50).

2.3. MITIGAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

Jensen e Meckling (1976) sugerem algumas soluções para mitigar os problemas de agência entre acionistas e proprietários e executivos, podendo ser alcançadas de diversas maneiras, sempre com custos para um ou ambos os lados, e que irão compor o conjunto de mecanismos de Governança Corporativa. Pode-se citar, entre eles:

⁷ Ações poderá ser utilizado neste trabalho o termo *stock* e Opções de ações o termo *Stock Option*.

- I. Procedimentos de monitoração e controle das estratégias adotadas pelos executivos;
- II. Restrições contratuais;
- III. Elaboração periódica de diversos relatórios;
- IV. Realização de auditoria e implementação de comissões de auditoria e controle; e
- V. Sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

Para o problema de excesso de caixa livre e poucas oportunidades de investimento, a solução proposta por Jensen (1986) e Saito e Silveira (2008) passa por aumentar o endividamento da empresa e distribuir mais dividendos, assim, aumentando a pressão por geração de fluxo de caixa positivo, periódico, para o pagamento da dívida. Porém, esta solução, se mal conduzida, pode levar a efeitos contrários, pois o endividamento muito elevado pode acarretar maiores custos de falência.

Apesar de todas as propostas acima mitigarem os custos de agência em certo grau, quando relacionadas com a mitigação na exposição da empresa ao risco a conclusão é diferente, pois nem todas as propostas somente mitigam, algumas podem aumentar a exposição da empresa ao risco. Conforme apresentado no quadro 2, das propostas feitas por Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986), é possível concluir que as propostas de procedimentos de monitoração e controle das estratégias adotadas pelos executivos, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos relatórios e realização de auditoria e implementação de comissões de auditoria e controle mitigam a exposição da empresa ao risco causado por estratégias do executivo. Por outro lado, o sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes, aumento na distribuição de dividendos e endividamento da empresa são propostas que elevam a exposição da empresa ao risco, sendo estas as propostas que interessam para este trabalho de pesquisa, que estará concentrado no sistema de incentivos para alinhamentos dos interesses dos acionistas e proprietários com os dos executivos.

Quadro 2: Mecanismos de Governança Corporativa que reduzem ou aumentam o conflito de agência e a exposição ao risco

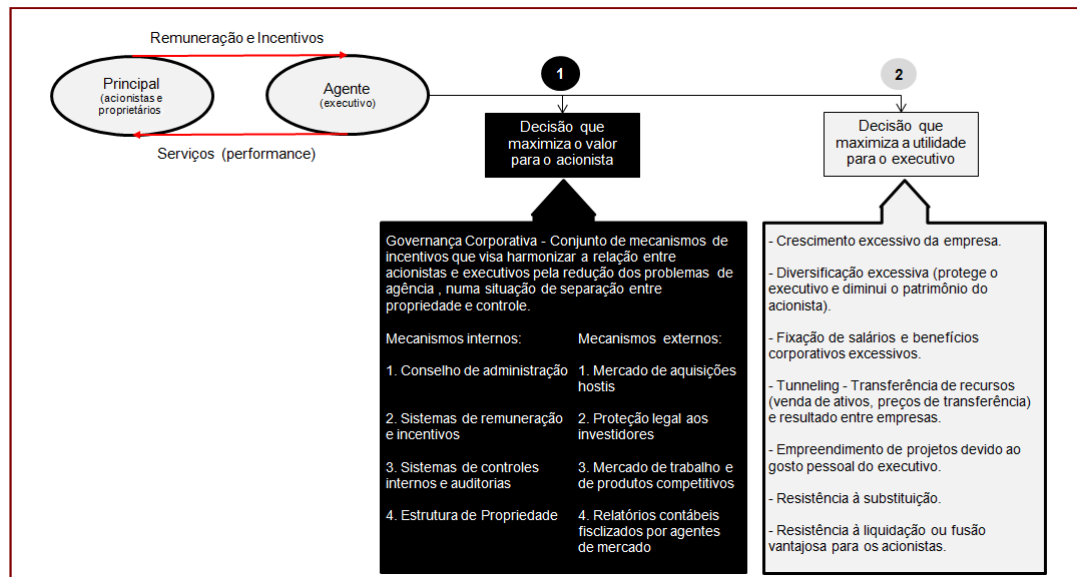
Mecanismos de Governança Corporativa que visam reduzir os problemas de agência. <i>Conforme Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986)</i>	Conflito de Agência	Exposição ao Risco
Procedimentos de monitoração e controle das estratégias adotadas pelos executivos.	↓	↓
Restrições contratuais.	↓	↓
Elaboração periódica de diversos relatórios.	↓	↓
Realização de auditoria e implementação de comissões de auditoria e controle.	↓	↓
Sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.	↓	↓ ↑
Conselho de administração .	↓	↓ ↑
Distribuição de dividendos.	↓	↑
Endividamento da empresa.	↓	↑

Fonte: Elaborado pelo autor

2.4 COMENTÁRIOS SÍNTESE

Apresentou-se, neste capítulo, o seminal problema de conflito entre o agente e o principal, conceituando-se a teoria da agência, a maximização da utilidade gerencial e as propostas na bibliografia de mitigação destes custos de agência. A figura 3, abaixo, resume esta relação do problema de conflito de agência e o conjunto de controles de Governança Corporativa empreendidos, na sua maioria, pelos conselheiros de administração, na redução deste desalinhamento. Estes conceitos apresentados comprovam que as políticas de incentivo são um dos mecanismos mais importantes na mitigação de conflito de agência, ou seja, no alinhamento de interesses entre acionistas e executivos.

Figura 3: O problema de conflito de agência



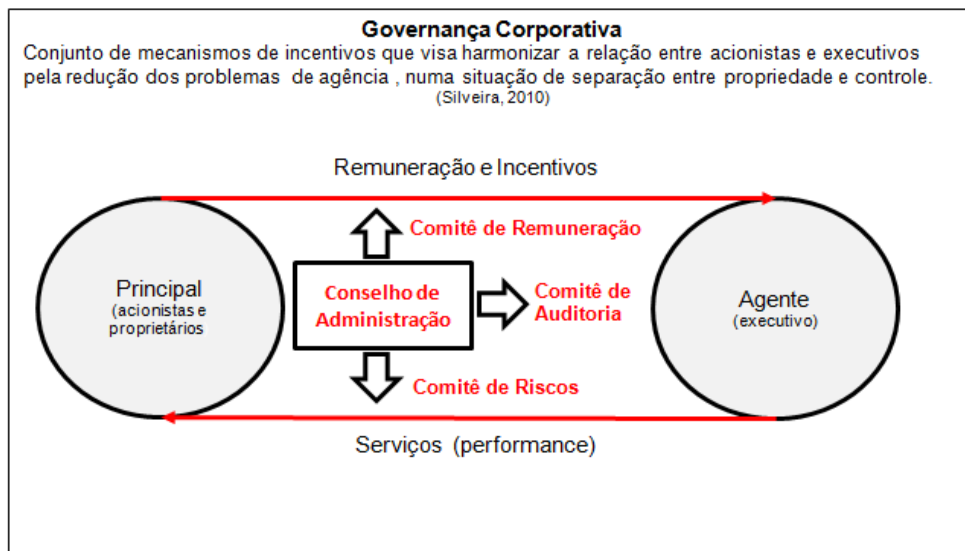
Fonte: Silveira (2010).

No entanto, quando são relacionados os mecanismos de Governança Corporativa com a exposição da empresa a riscos, mostra-se que os sistemas de incentivos oferecidos a executivos podem levar o executivo a expor a empresa a riscos maiores. A partir desta conclusão, o trabalho concentra-se justamente no mecanismo de remuneração e incentivo dado aos executivos (agentes). Para isto, o conselho de administração é um personagem importante e também um mecanismo de governança corporativa fundamental para o desenvolvimento deste trabalho. No próximo capítulo será abordado o papel do conselho de administração de alinhador dos interesses envolvidos, na definição dos incentivos e como regulador do risco aos quais os acionistas e executivos da empresa desejam se expor.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Conforme Larcker *et al.* (2005), em seu estudo sobre a importância da Governança Corporativa para os negócios, ele sintetiza que a Governança Corporativa foi desenvolvida para equilibrar a relação entre *stakeholders*⁸, sendo um sistema de controle e incentivos que visa garantir a maximização da riqueza do acionista e proprietário, que terão os interesses defendidos pelo Conselho de Administração. Ele ainda defende que a Governança Corporativa pode contribuir para o entendimento sobre o comportamento gerencial e a *performance* da firma, sendo sob este ponto de vista, um tópico importante para o desenvolvimento deste trabalho. Estas definições estão de acordo com o esquema da figura 4, de Silveira (2010), e partindo deste esquema, será dado enfoque neste capítulo na maximização da riqueza do acionista e proprietário, nas definições de Governança Corporativa e nos mecanismos internos: Conselho de Administração, sistema de remuneração e incentivos e sistema de controles internos e auditoria. A figura 4 destaca os pontos de enfoque do capítulo e o mecanismo de funcionamento da Governança Corporativa. Os detalhes das políticas de incentivos serão abordados no capítulo 4.

Figura 4: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas às Políticas de Incentivos: Conselho de Administração e comitês de remuneração, risco e auditoria.



Fonte: Adaptado de Silveira (2010).

⁸ *Stakeholders* são todos os personagens envolvidos com algum risco da empresa, direta e indiretamente, entre eles: empregados, credores, clientes e governo.

3.1 DEFINIÇÕES PARA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 305), “a governança corporativa é um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle que visam a minimizar os custos decorrentes de problemas de agência”.

Segundo o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p. 19)⁹:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

De acordo com Lodi (2000, p. 24):

A governança corporativa é o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre acionistas, administradores, auditores externos, acionistas minoritários, conselhos fiscais e os *stakeholders*.

Para La Porta et al. (2000, p. 3-27), “Governança Corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”.

Na opinião de Silveira (2010, p. 22):

Governança Corporativa é um conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio.

Sob análise das definições encontradas na bibliografia, pode-se inferir que as políticas de incentivo e remuneração são um dos mecanismos mais alinhados aos objetivos e definições de Governança Corporativa, pois constituem um instrumento que visa maximizar a perspectiva de geração de valor ao acionista e aos interesses dos administradores.

A fim de entender como isto funciona, segue-se o nível de controle de Governança Corporativa, no cenário mundial, e, depois, no Brasil, a fim de obter a

⁹ Fundado em 27 de novembro de 1995, com a finalidade de difundir os preceitos e melhores práticas de Governança Corporativa no Brasil.

situação atual em que a Governança Corporativa brasileira encontra-se, e o ambiente que será encontrado durante o trabalho de pesquisa do cenário de políticas de incentivo.

3.1.1 Governança Corporativa no mundo

O mercado de capitais americano caracteriza-se, conforme Silveira (2010), por ser o mercado de capitais, mais líquido do mundo, além de apresentar uma estrutura de propriedade dispersa (em 87% das 500 maiores empresas listadas na S&P500¹⁰, o controlador não possui mais que 20% das ações). Entre estas empresas, o índice de controle familiar, estatal ou de grandes grupos financeiros no conselho é de baixa proporção. A estrutura de conselhos nas empresas americanas é formada, na maioria, por conselheiros independentes. Há legislação que exige a formação de três comitês de conselho, sendo: auditoria, remuneração e nomeação.

Por outro lado, Silveira e Saito (2008) e Silveira (2010) acrescentam que com acionistas dispersos, a força dos executivos torna-se mais evidente, nestes casos, problemas de agência clássicos são comuns, além de conselhos de empresas americanas, o acúmulo do cargo de presidente do conselho com o de CEO também serem bem comuns. Atualmente, os temas atuais de governança corporativa americana tem sido o poder dos acionistas em definir a remuneração do executivo e maior foco nos comitês, sendo destacada a implantação do comitê de risco.

Silveira (2010) apresenta que o sistema de governança europeu possui uma diversidade grande, principalmente, entre as grandes economias europeias. O modelo britânico é similar ao americano, diferenciando-se na separação total do cargo de presidente do conselho e CEO, além da presença prevalecte de conselheiros independentes. O modelo francês possui uma grande presença estatal em suas empresas e, conseqüentemente, nos conselhos de administração. Além da participação em massa do estado, há uma forte concentração em poucos acionistas ou grupo familiar no controle das empresas. Por outro lado, uma lei francesa exige que 2/3 dos conselheiros sejam independentes. O modelo alemão caracteriza-se por ser dividido em dois: conselho supervisor e conselho gestor. As responsabilidades são divididas mutuamente. Nos modelos alemão e francês, o papel do mercado de

¹⁰ S&P500 é o índice calculado pela Standard and Poors, com base em ações listadas na Bolsa de Nova York (NYSE).

ações como forma de financiamento das empresas é baixo, sendo o modelo de financiamento por bancos a forma prevalecente. O assunto que tem pautado os modelos europeus tem sido as políticas de incentivos aos executivos e a maior participação dos acionistas minoritários nos conselhos de administração.

Ainda com base em Silveira (2010) o sistema de governança japonês caracteriza-se por possuir grandes grupos econômicos com participação acionária cruzada em várias empresas. Os conselhos de administração são formados, tipicamente, por ex-executivos que são indicados por recompensa pelos anos de prestação de serviços à companhia. Há ausência quase completa de comitês e tradicionalmente com perfil quase cerimonial, pois o presidente do conselho é o homem forte das decisões do conselho. Por outro lado, os pontos que tem sido de esforço da governança corporativa japonesa são: redução da participação dos grandes grupos e bancos na estrutura de propriedade da empresa e maior foco no resultado da empresa e na geração de valor ao acionista.

Segundo Silveira (2010), os sistemas de governança corporativa desenvolvidos do mundo possuem uma mistura de diferentes proporções entre proteção legal ao acionista e concentração da propriedade. No caso dos Estados Unidos e Reino Unido, um sistema legal garante mais proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de ações, e tendo os controles acionários muito dispersos. Neste caso, grandes investidores são menos frequentes, exceto quando a propriedade é concentrada em casos de aquisições. Na Alemanha os credores possuem mais direitos do que nos países anglo-saxões, enquanto os direitos dos acionistas são mais fracos. Como resultado, o país possui um sistema caracterizado por grandes acionistas (entre eles bancos), embora com pequena participação de acionistas de pequeno porte no mercado. O Japão situa-se entre os modelos americano e alemão no grau de proteção aos acionistas e credores, resultando tanto em investidores de longo prazo como em um mercado desenvolvido de pequenos investidores.

3.1.2 Governança Corporativa no Brasil

Segundo o IBGC (2009), a Governança Corporativa no Brasil surgiu frente à necessidade de as empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes ao mercado. Este processo foi acelerado devido à globalização, à

privatização de empresas estatais e à desregulação da economia, tornando o mercado brasileiro mais competitivo.

Neste período, oligopólios onde a maioria das empresas tinha controle e gestão familiar com alta concentração de capital, acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração figurativos, passaram a dar lugar a investidores institucionais mais ativos com mais dispersão do controle acionário e foco na eficiência.

As privatizações ensejaram no Brasil o controle compartilhado e a entrada de investidores institucionais, como seguradoras, fundos de pensão e de investimentos, que passaram a participar mais ativamente de assembleias e a fiscalizar e cobrar a gestão das companhias investidas.

Conforme trabalho de Moreira *et al.* (2009), a listagem de empresas com governança corporativa diferenciada, feita pela Bolsa de Valores de São Paulo, criou segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de Governança Corporativa e um índice de valor de governança, o IGC¹¹ (Índice de Governança Corporativa). Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1¹², Nível 2¹³ e Novo Mercado¹⁴. As empresas que aceitaram regras mais rígidas e maiores graus de transparência entraram nessa lista. Com maior transparência, a Bolsa de Valores de São Paulo esperava que os investidores se sentissem mais seguros, e, por consequência, alocassem seus recursos mais intensivamente nesse mercado.

Por outro lado, o próprio IBGC e Silveira (2010) caracterizam o Brasil como um mercado que ainda precisa apresentar evolução frente as melhores práticas de Governança Corporativa no mundo. O controle acionário da grande maioria das empresas é altamente concentrado, os conselhos de administração apresentam ainda baixa efetividade, é comum a sobreposição de propriedade e gestão (acúmulo dos cargos de CEO e presidente do Conselho de Administração), além de apresentar, ainda, algumas outras características, como presença de grupos familiares nos blocos

¹¹ IGC é o índice de Governança Corporativa da Bovespa, composta pelos níveis de governança 1, 2 e Novo Mercado.

¹² Nível 1 exige práticas adicionais de liquidez das ações e divulgações de informações ao mercado.

¹³ Nível 2 possui obrigação de adotar práticas adicionais relativos aos direitos dos acionistas e Conselho de Administração.

¹⁴ O Novo Mercado possui a exigência adicional de emissão exclusiva de ações com direito a voto.

de controle das empresas e participação de bancos estatais no modelo de financiamento das empresas.

Apesar de todos estes esforços do IBGC e BM&F Bovespa¹⁵, desde 2008 o mercado brasileiro tem presenciado muitos escândalos – pelo menos oito casos desde aquele ano, relatados em trabalhos de Silveira (2010), Silveira e Saito (2008), com consideráveis perdas aos acionistas. Nestes casos, ficaram evidentes falhas de Governança Corporativa, principalmente pela ineficácia dos Conselhos de Administração e controles fracos sobre os gestores das empresas. Não há confirmação de relação destes escândalos com incentivos excessivos aos gestores brasileiros, até porque, somente a partir de 2009, com a Norma 480 da CVM¹⁶, que a remuneração dos principais executivos passou a ser exigida a divulgação para o mercado, e passou a haver dados para este tipo de análise. Este tipo de informação ainda tem enfrentado sérias resistências das empresas, que tem usado liminar judicial para evitar a divulgação destes dados.

Desta forma, pode-se inferir, através deste cenário, que se os Conselhos de Administração brasileiros ainda possuem um grande espaço para avançar, conseqüentemente, os mecanismos de Governança Corporativa, como os incentivos e sistemas de monitoramento e controle (ex. Comitês de auditorias e de riscos) podem tornar-se mais robustos.

3.1.3 Comparação entre os Níveis de Governança no Mundo e no Brasil

O quadro 3 resume, com dados coletados na bibliografia, como o cenário da Governança Corporativa brasileira encontra-se frente aos temas como remuneração dos executivos, comitês de remuneração e incentivos, de risco e os Conselhos de Administração. A análise é frente à Governança mundial e as sugeridas pelo IBGC.

¹⁵ A BM&F Bovespa é uma companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, a companhia desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias.

¹⁶ CVM significa Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 3: Quadro resumo sobre os cenários da Governança Corporativa em comitê e políticas de remuneração e incentivo, comitê de riscos e Conselhos de Administração.

Tema	Cenário mundial	Cenário Brasileiro	Melhores práticas conforme o IBGC
Incentivo e Remuneração dados aos executivos	A tendência tem sido pelo aumento do poder dos acionistas. A entrada em vigor da norma "Say on Pay" ¹⁷ e casos de vetos a pacotes de incentivo aos executivos são evidências dessa maior participação. Isto tem levado a uma maior relação deste tema com a <i>performance</i> das empresas e a regulação do "apetite" ¹⁸ aos risco dos investidores. Os pacotes remuneratórios não tem apresentado queda significativa, mas estabilidade, no entanto, o destaque tem sido o controle e a transparência das informações. O tema tem sido de grande destaque nos assuntos referentes a Governança Corporativa.	Recentemente com a norma CVM 480 têm sido possível obter melhores dados das remunerações executivas no Brasil, apesar de cerca de 20% das empresas usam liminar judicial para não divulgar tais informações. A pesquisa do IBGC (2012) apresentou dados entres as empresas com classificação IGC na Bolsa de Valores de São Paulo. A maioria apresentou o uso de pacotes formados por salário fixo, PLR ¹⁹ e ações ou opções de ações. No entanto, as conclusões ainda são incipientes, pois não há clareza de critérios de concessão de ações e opções, e a relação com a <i>performance</i> das empresas e a quais resultados elas estão atreladas.	Conforme o guia de remuneração do IBGC, a remuneração de administradores executivos deve ser definida e administrada dentro do conceito de remuneração total e não como um conjunto de elementos separados: salário fixo, bônus, incentivos de longo prazo e benefícios. Para esses, remuneração total incorpora a remuneração mensal fixa, podendo incluir também incentivos de longo prazo.

(continua)

¹⁷ Norma que concede poder de emitir opinião sobre o pacote de remuneração e incentivos dos executivos aos acionistas. Esta norma não permite que os acionistas definam, mas aprovem proposta feita pelo Conselho de Administração.

¹⁸ Apetite ao risco está associado ao nível de risco que a organização pode aceitar na busca e realização de sua missão/visão (atividade mais associada à análise prévia dos riscos); tolerância ao risco diz respeito ao nível aceitável de variabilidade na realização das metas e objetivos definidos (atividade mais associada ao monitoramento dos riscos). O conjunto destes dois componentes define o perfil de riscos da organização, no que diz respeito à exposição ao risco que a mesma aceita incorrer.

¹⁹ PLR significa Participação nos Lucros e Resultados.

(continuação)

Tema	Cenário mundial	Cenário Brasileiro	Melhores práticas conforme o IBGC
Comitês de Remuneração	<p>Os comitês de remuneração e incentivos passaram a ser controlados tanto pelos acionistas (ex: <i>Say on Pay</i>) como pelos comitês de riscos. Os atuais pacotes têm sido desenvolvidos mais atrelados à criação de valor ao longo prazo. Estes comitês de remuneração tem atuado, também, na política de desligamento de executivos e conselheiros de administração, a fim de evitar barreiras à substituição.</p>	<p>O uso deste comitê está em ascensão no Brasil, sendo cada vez mais usual pelos Conselhos de Administração. O cenário tradicional das empresas era de remunerações e benefícios pouco relacionados a <i>performance</i> da empresa, com a implementação destes comitês, esta tendência tem sido revertida. No entanto, os atuais comitês de remuneração tem atuado mais sobre a perspectiva e cultura de mercado e menos com a necessidade de <i>performance</i> da empresa.</p>	<p>Elaborar e propor ao Conselho de Administração a filosofia e a estratégia de remuneração total da empresa, levando em conta as diretrizes de negócios, os valores e a cultura da empresa; analisar o mercado competitivo da empresa e recomendar, ao Conselho de Administração, as empresas que deverão compor esse mercado, para efeito de pesquisas de remuneração que fornecerão dados mercadológicos necessários à determinação do grau de competitividade da remuneração praticada pela empresa; analisar o posicionamento da remuneração total em relação ao mercado competitivo proposto pelo Comitê Executivo da empresa propondo, se for o caso, ajustes para aprovação pelo Conselho de Administração; analisar o desenho e impacto dos programas de remuneração variável de longo prazo/ incentivos de longo prazo propondo, se for o caso, ajustes para aprovação pelo Conselho de Administração; avaliar cada programa de remuneração e, se for o caso, propor ajustes tendo em vista o alinhamento dos interesses dos administradores e profissionais da organização com os dos acionistas.</p>

(continua)

(conclusão)

Tema	Cenário mundial	Cenário Brasileiro	Melhores práticas conforme o IBGC
Comitês de Riscos	Os comitês de risco assumiram um novo perfil pós 2008, mais independente e com consultores externos trabalhando em conjunto com pelo menos um conselheiro. Antes de 2008, o sistema que prevalecia era o deste comitê atrelado ao comitê de auditoria, no entanto, como os conselhos de administração das empresas foram acusados de passividade com relação a aos riscos da crise financeira de 2008, o escopo deste comitê foi reavaliado. É neste momento um dos mais importantes e está atrelado diretamente as estratégias e <i>performance</i> da empresa, além da regulação da exposição ao risco da empresa.	O uso adequado de comitês de risco, no Brasil, tem ficado a desejar, no sentido que houve casos de problemas de Governança com perdas significativas para os acionistas, o que leva a inferir que este comitê tem sido subutilizado pelos Conselhos, que por outro lado tem sido ineficientes na supervisão de riscos. No entanto, o Brasil, representado pela ABNT (Associação Brasileira de Normas Técnicas), está entre os países participantes e colabora com o desafio de tornar a ISO 31000 uma norma geral de gerenciamento de riscos, através da consolidação de diferentes conceitos e terminologias, da apresentação de diretrizes e princípios para a implementação de estruturas de gerenciamento de riscos aplicáveis às organizações, independentemente de seu tamanho, segmento ou área de atuação.	A esse comitê, de caráter executivo, compete a função de tomada de decisão, de escolha e implementação de políticas alternativas, como por exemplo, decidir a realização de medidas de proteção (<i>hedge</i>) de posições e escolher os parceiros mais adequados à decisão. Nessa situação, o comitê executivo toma decisões dentro dos parâmetros de apetite a riscos definidos pelo conselho de administração e administra e controla as posições com base em parâmetros de tolerância previamente definidos.
Conselhos de Administração	Separação dos cargos de gestão e do Conselho de Administração. Maior participação dos acionistas minoritários, além disto, entre americanos e britânicos prevalecem conselheiros independentes nos conselhos. Redução de mecanismos de proteção aos Conselhos de Administração, como exemplo <i>Poison Pills</i> . ²⁰	Maior difusão de pessoas distintas ocupando os cargos de presidente do Conselho e de diretor presidente (em 2010 estima-se que cerca de 90% das companhias), além da crescente presença de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração. Os Conselhos de Administração brasileiros ainda apresentam grande influência do principal executivo, que geralmente é o principal acionista, influenciando em decisões.	O número que o IBGC recomenda é mínimo 5 e máximo 11 conselheiros, sendo o recomendável que a composição seja feita apenas por conselheiros externos e independentes. O presidente do Conselho não deve ocupar posição de gestão na empresa.

Fonte: Adaptado de Silveira (2010); Andrade *et al.* (2009); Moreira *et al.* (2009); Charan (2010); Manual IBGC para Riscos Corporativos (2011); Manual IBGC de Remuneração e Incentivos (2011).

²⁰ Poison Pills são cláusulas que obrigam o adquirente de certo percentual acionário para fazer uma oferta pública de compra de todas as ações a um preço elevado (SILVEIRA, 2010).

3.2 A TEORIA DA MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DO ACIONISTA

A teoria da maximização da riqueza do acionista é o que muitos autores defendem como a função objetivo da empresa. Os executivos possuem um único objetivo claro, aumentar a riqueza dos proprietários que o contrataram e delegaram poderes a eles para tal. Os executivos são representantes legais dos acionistas, sendo designados pelo Conselho de Administração. Desta forma, resta aos executivos tomarem decisões, sempre, no melhor interesse da empresa e não para equilibrar interesses de *stakeholders*.

Entre estes autores, é possível citar Brealey e Myers (2003) e Tirole (2006). Porém, esta teoria está baseada na doutrina de Friedman (1970), que, através de seu artigo sobre a Responsabilidade Social da Empresa, firmou o pilar do lucro da empresa como o guia para qualquer decisão do executivo. As doutrinas que os acionistas esperam do executivo passarão a ser tratadas a partir do próximo tópico do trabalho.

3.2.1 A Doutrina Milton Friedman: A Responsabilidade Social Empresarial

Friedman (1970) escreveu um artigo clássico chamado de *“The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”*. Este artigo, e, posteriormente, o prêmio Nobel ganho por Friedman, em 1976, influenciaram executivos, investidores e o mercado a acreditarem que o lucro era o meio para alcançar a função objetivo da empresa, a maximização da riqueza do acionista. Ou seja, qualquer ação social empresarial realizada pelo executivo reduziria a riqueza do acionista. O executivo é um contratado do acionista, portanto, trabalha para o interesse do acionista, e deve produzir o máximo de lucro ao longo do tempo, sob a forma da lei e dos costumes éticos. O executivo não trabalha para o interesse público, isto é papel do governo e do indivíduo que realiza isto através de associações, igrejas, clubes, família ou fundações, usando seus recursos próprios. Sob o ponto de vista da Responsabilidade Social, o executivo é principal e não agente.

Friedman (1970) criticou duramente os executivos que se preocupavam com estas atividades de Responsabilidade Social, pois nesta situação havia um conflito de interesse, uma vez que a atividade social é uma responsabilidade sobre o indivíduo e não da empresa, que é, de fato, uma pessoa artificial, um negócio.

Para o autor, a responsabilidade social da empresa é a geração de lucro, e quanto maior, melhor, pois, assim, a empresa estará gerando benefícios sociais para toda a sua cadeia ou *stakeholders*, funcionários, fornecedores, clientes, acionistas e executivos. O lucro da empresa causaria ressonância social por todos os associados de alguma forma à empresa.

Este pensamento foi justificado para a busca, cada vez maior, de lucros e para a exigência de que isto ocorresse cada vez em menos tempo. Esta doutrina²¹ foi vigente até o início da década 2000, quando, com os escândalos financeiros, a obstinação pelos lucros no curto prazo começou a ser questionada.

3.2.2 Políticas de Valoração da Ação no Curto Prazo

Segundo Barton (2011) e Wells (2009), as políticas de valoração de curto prazo foram motivadas pela doutrina escrita por Friedman (1970), através de sua obra sobre a responsabilidade social e o aumento do lucro da empresa. Neste artigo, ele destacou que o agente, principal executivo da empresa, deveria buscar sempre a máxima valorização da empresa. Os resultados de curto prazo, que são baseados nos demonstrativos e balanços financeiros, publicados trimestralmente, motivam ou preocupam os acionistas e proprietários da empresa, e, por consequência, exigem que os principais executivos provem ao mercado os resultados da empresa e, conseqüentemente, que o investimento dos acionistas será remunerado dentro das suas expectativas. Para Friedman (1970), o crescimento da empresa e o aumento da riqueza da empresa causariam bem-estar ao agente principal e, por consequência, a toda sociedade em torno da empresa.

Através deste eixo principal são desdobradas várias ações conseqüentes desta diretriz. A primeira será a relação com o risco, o qual tem relação direta com o retorno de valor das ações: quanto maiores os riscos envolvidos, maiores os retornos que se pode ter. Como o objetivo da empresa é maximizar o seu valor, isto será possível expondo-se a maiores riscos. O segundo ponto é relacionado à motivação do principal executivo da empresa em se expor aos riscos e buscar a maximização do valor da ação da empresa, os incentivos que poderiam fazê-lo se expor aos riscos com altos retornos para a empresa. Quanto maiores os benefícios ou incentivos oferecidos aos

²¹ Doutrina são, segundo o dicionário Houais, princípios fundamentais de uma crença, sistema ou ciência.

principais executivos da empresa, mais motivados eles estariam para arriscarem-se em projetos com maiores retornos.

Esta idéia, sendo desenvolvida, proporcionaria retornos aos acionistas, aos funcionários, fornecedores e aos clientes da empresa, sendo esta a função social da empresa. Esta ideia permaneceu vigente até o início dos anos 2000. As crises de 2002, 2005 e, finalmente, a de 2008 são exemplos do desgaste deste modelo. As fraudes, causadas pelos principais executivos e grandes consultorias, foram causadas com objetivo de valorizar ações, publicar bons resultados em balanços patrimoniais, sem na realidade estas empresas apresentarem resultados operacionais positivos. Para Barton (2011), a exigência de resultados positivos a cada balanço trimestral, ou seja, resultados de curto prazo, levou executivos ao comportamento de risco, e por consequência, as empresas.

Ainda na opinião de Barton (2011), há um indício do nível do retorno de curto prazo que o investidor tem esperado das ações. Na década de 70, um investidor permanecia, em média, sete anos com uma ação em mãos. Por outro lado, nos anos 2000, surgiu a era da ação *hyperspeed*, em que uma ação fica nas mãos de um investidor por segundos. Em pesquisa realizada entre investidores americanos, estima-se que 70% das transações ocorram neste tipo de operação.

Segundo Damodaran (2009), Silveira (2010) e Barton (2011), há alguns sinalizadores de políticas de curto prazo, não sendo individualmente conclusivo para determinar um comportamento de curto prazo da empresa, somente quando em combinação com outros sinalizadores, são eles:

- Empresa altamente alavancada;
- Alto *turn over*²² do principal executivo da empresa;
- Política remuneratória dos principais executivos da empresa agressiva;
- Alta geração de caixa no exercício e dividendos;
- Nível de controle da governança corporativa. Um menor controle leva a uma maior liberdade do principal executivo;
- Relação de conselheiros independentes e executivos da empresa no conselho de administração, ou seja, a qualidade da composição do conselho.

²² Indicador de troca/giro na função de principal executivo da empresa.

Charan (2010) explica, no entanto, que as políticas de curto prazo não são totalmente maléficas, mas as empresas devem se preocupar tanto com o curto quanto com o longo prazo. A regulamentação destas políticas deve ser balanceada pelo conselho de administração.

Estes pontos tem levado a uma discussão do sistema vigente e à formação de outra perspectiva, como as de políticas sustentáveis ou de longo prazo, em que a ação apresenta evolução constante de crescimento, responsabilidade social e, neste item, entende-se como todos os *stakeholders* (funcionários, clientes, fornecedores e acionistas) que estão em torno da empresa, e conseqüentemente, uma nova perspectiva de gestão de riscos.

3.2.3 Doutrina da Sustentabilidade

Segundo Wells (2009), líderes precisam ser socialmente responsáveis. A sociedade, clientes e investidores tem levado seus investimentos e consumido produtos e serviços de empresas que tenham preocupação com a sustentabilidade, não somente social, mas principalmente, da própria empresa.

Apenas trazer lucros já não é suficiente para os executivos. "*O jeito com que se alcançam bons resultados tem um profundo efeito na saúde de longo prazo das empresas*". A liderança responsável é um conceito que ganhou força depois da crise de 2008 e tornou-se fundamental para o sucesso dos negócios no longo prazo, o que significa que apenas apresentar bons resultados já não é mais suficiente. A doutrina da sustentabilidade é outra forma de enxergar o negócio e o objetivo da empresa, como alguns executivos desejam.

Liderança responsável não é apenas entregar bons resultados, mas também fazê-los do jeito certo. O objetivo de qualquer empresa é ter um desempenho sustentável superior. Mesmo assim, muitas empresas falham por não conseguirem adaptar-se a um mundo em constante mudança. A liderança responsável demanda estratégias e estruturas ágeis. O jeito com que se alcança um bom resultado tem um profundo efeito na saúde de longo prazo das empresas. Neste sentido, é sempre útil apelar para os simples princípios de honestidade e de clareza.

Wells (2009) exemplifica o caso de um gerente industrial que é promovido por ter gerado maior rentabilidade simplesmente por ter postergado manutenção. Isto é o equivalente a "roubar" da base física de ativos. As empresas devem estar certas de

que seus ativos seguem nas mesmas condições do início. O mesmo é válido para os ativos humanos. Alguns gerentes constroem carreiras bem-sucedidas explorando membros de suas equipes e atuando pouco para desenvolvê-los. Isto é um "roubo" da base de ativos. Também é simples "roubar" ativos à medida que não se fornece aos clientes a promessa embutida na marca. Veja o exemplo de companhias de seguros que melhoram sua lucratividade não pagando os acidentes. Finalmente, há "roubo" no balanço financeiro. CFOs que escondem lucros nos balanços de anos bons para turbinar anos ruins. O desafio para as empresas é criar sistemas que desencorajem essas práticas.

Conforme Silveira (2010), a doutrina da sustentabilidade não mudará a função objetivo da empresa, como alguns executivos desejam. O acionista continuará desejando a maximização da sua riqueza e o executivo continuará a maximizar a sua carreira, no entanto, os lucros deverão ser sustentáveis ao longo do tempo, sendo que, quanto mais longo este tempo, mais a empresa demonstrará "sustentabilidade".

3.2.4 Valoração da Ação ao Longo Prazo

Mas quanto tempo significa longo prazo? Segundo Barton (2011), o curto prazo é o menor tempo que o mercado e os executivos terão que apresentar os resultados da empresa, e este tempo, oficialmente, são as publicações trimestrais de demonstrativos financeiros e balanços patrimoniais. O longo prazo é o tempo mínimo exigido para erguer uma nova empresa e fazê-la dar lucro, o que estudos da consultoria de negócios *McKinsey* sugerem ser de cinco a sete anos, no mínimo.

Barton (2011) cita alguns comportamentos de longo prazo de algumas empresas, como não soltar projeções de lucro, ou traçar rotas de cinco anos para incentivar o investidor a ficar mais atento se as metas de lucro de longo prazo estão sendo batidas do que se a empresa cumpre ou descumpre por centavos a meta do presente trimestre. As metas podem ser alcançadas cortando gastos gerais ou P&D, mas aí as empresas não terão a inovação necessária para competir ²³.

A diferença mais marcante entre Oriente e Ocidente é o horizonte de tempo que o líder considera na hora de tomar decisões importantes. Na Ásia, em geral, é de

²³ Buffett (2010) disse que, para ele, o ideal é o investimento "para sempre".

pelo menos dez a 15 anos. Nos Estados Unidos e na Europa, o imediatismo é a norma. Sob esta perspectiva de longo prazo, pode-se considerar esta uma vantagem competitiva de muitas economias e empresas asiáticas atualmente. Exemplificando, o caso da Toyota, que levou anos para chegar ao posto de excelência mundial na produção de veículos. Ao longo das décadas de 1950 e 1960, a japonesa vendeu pouco ou nada nos EUA — chegou a suspender totalmente a exportação por um difícil período de quatro anos, mas, com uma estratégia de operações inovadora, mantendo suas políticas de longo prazo e crescimento sustentável, finalmente despontou como líder mundial.

Outro ponto relevante para o pensamento de longo prazo é a importância indiscutível que os fundos de pensão e fundos soberanos possuem na economia mundial, pois, juntos, totalizam 35% dos ativos financeiros do mundo. Em tese, estes fundos deveriam ser pautados no longo prazo, pois seus beneficiários tem óbvio interesse de rendimentos ao longo do tempo.

Segundo Barton (2011), estas políticas de longo prazo podem devolver a confiança do investidor e da sociedade às empresas, e, conseqüentemente, a necessidade de revisão na perspectiva de riscos que os *stakeholders* possuem das empresas. Neste ponto, Wells (2009) e Barton (2011) colocam duas grandes vantagens para a Doutrina de Sustentabilidade: Uma cultura para a regulação dos riscos que a empresa está exposta, e o aproveitamento de oportunidades em negócios de longo prazo e com foco em rentabilidade, não tão focados em projetos com *paybacks* pequenos.

A adoção destas políticas de maximização da riqueza do acionista no longo prazo ou curto prazo impacta diretamente no nível de risco que a empresa estará exposta. Por isso, quando os Conselhos de Administração definem os pacotes de incentivos aos executivos, o tipo de política de valorização de ações (riqueza do acionista) é fundamental, pois expressará a expectativa dos acionistas e proprietários, que deverá estar alinhada à dos executivos.

3.3 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Na definição dada pela IBGC, em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2010, p. 29), o:

Conselho de Administração é um órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, é o principal componente do sistema de governança. Seu papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles.

A missão do Conselho de Administração, definida pelo IBGC em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2010, p. 29-30), é:

proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (acionistas e demais *stakeholders*), de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.

Conforme Andrade et al. (2009), a governança corporativa é exercida pelo conselho de administração, o qual é o órgão com a responsabilidade de representar os proprietários. Dentre as atividades do conselho de administração, estão o monitoramento das decisões e o controle da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos. Assim, essas atribuições, assumidas pelo conselho de administração, são fatores importantes que podem contribuir para explicar uma parte tanto do desempenho quanto do valor de mercado das empresas. Além disso, é o órgão que intervém entre acionistas e administradores. A composição do conselho de administração tem assumido importantes funções, buscando garantir a esses fornecedores de capital da empresa a proteção legal de seus investimentos, monitorando as decisões dos administradores e verificando se elas realmente estão alinhadas com os interesses dos proprietários, minimizando eventuais conflitos de agência.

3.3.1 O Conselho de Administração e a *Performance* da Firma

Conforme Andrade et al. (2009), com relação ao desempenho da empresa e ao conselho de administração, foi encontrada relação positiva entre quantidade de conselheiros e margem operacional. Embora, de forma similar ao valor de mercado, não seja possível apontar um tamanho ótimo para o conselho de administração, as constatações apontam que as decisões dos administradores, em especial sobre as operações da empresa, são monitoradas de forma mais eficiente por conselhos que possuam uma quantidade maior de conselheiros. Quanto à independência desses

conselheiros, embora não tenha sido encontrada uma relação significativa direta com o desempenho, este pode ser um fator positivo quando estiver presente em empresas que não possuam endividamentos elevados. Ou seja, o objetivo de monitorar as decisões dos administradores, por meio de conselheiros externos à empresa, pode provocar efeitos inversos ao desempenho quando somadas a uma possível pressão dos credores que almejam os fluxos de caixa por meio dos juros sobre os empréstimos concedidos.

Assim, a independência do conselho de administração, percebida pela presença de membros não executivos, pode ser um eficiente mecanismo na busca por um melhor índice de desempenho, com exceção dos casos de empresas que possuem elevados índices de endividamento, o que faz que os credores restrinjam as decisões dos administradores por meio de cláusulas contratuais. Nessa situação, pode ser entendido que conselheiros internos, conhecedores dos processos internos da empresa, tendem a obter mais probabilidade de redirecionar os resultados da empresa em busca de um melhor nível de rentabilidade operacional. Por fim, identificou-se que empresas com perfis semelhantes quanto à composição do conselho de administração proporcionam impactos diferentes sobre o seu valor de mercado, conforme o tamanho da empresa, ou sobre o seu desempenho, conforme o índice de endividamento.

3.4 OS COMITÊS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Os comitês de assessoramento dos Conselhos de Administração possuem um papel importante no aconselhamento e recomendações de assuntos específicos, a fim de oferecer ao Conselho de Administração uma melhor tomada de decisão. Estes comitês se restringem somente a recomendações e, geralmente, são formados por conselheiros, de preferência independentes, e, em alguns casos, por profissionais externos. Há vários comitês de aconselhamento para o Conselho de Administração, porém, este trabalho será focado especificamente em dois: Comitê de remuneração e incentivos, e os comitês de auditoria e de riscos.

3.4.1 O Comitê de Remuneração e Incentivos

De todos os comitês de gestão e de apoio ao conselho de administração, o comitê de remuneração é o mais importante relacionado a este trabalho. Conforme Charan (2009), o comitê de remuneração deve ser formado por membros do conselho, mas é muito usual pelas empresas a delegação das atividades deste comitê a consultorias de remuneração. Não é o mais recomendado, pois é uma atividade importante do Conselho de Administração, de regulação dos resultados e riscos envolvidos atrelados ao principal executivo da empresa. Ou seja, o escopo de atuação do comitê de remuneração e incentivo é mais abrangente que somente definir a remuneração dos executivos e do Conselho de Administração. Este comitê deve ter como premissa principal a *performance* que os acionistas esperam da empresa, e, assim, alinhar em conformidade com as estratégias e a regulação de riscos que o Conselho de Administração definirá. Um exemplo é o Conselho de Administração vetar uma redução de despesa em P&D²⁴, a fim de o executivo melhorar o seu resultado em EBITDA²⁵, caso a empresa deseje lançar novos produtos no mercado.

Outro ponto importante é o pacote de um eventual desligamento de executivos da empresa. Os contratos de desligamento devem ser realistas e dentro das possibilidades da empresa e não premiar a baixa *performance* de executivos. Para Charan (2009), todos estes argumentos são suficientes para que este trabalho não seja delegado a terceiros e esteja na lista de atribuições do Conselho de Administração.

O IBGC lançou, em 2011, um Guia de Orientação para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração, no qual chama o comitê de remuneração e incentivos como comitê de pessoas. As responsabilidades enumeradas no guia são:

- Elaborar e propor ao Conselho de Administração a filosofia e a estratégia de remuneração total da empresa, levando em conta as diretrizes de negócios, os valores e a cultura da empresa;
- Analisar o mercado competitivo da empresa e recomendar, ao Conselho de Administração, as empresas que deverão compor esse mercado, para

²⁴ P&D significa pesquisa e desenvolvimento.

²⁵ EBITDA significa o lucro operacional antes dos descontos de depreciação, amortização e impostos.

efeito de pesquisas de remuneração que fornecerão dados mercadológicos necessários à determinação do grau de competitividade da remuneração praticada pela empresa;

- Analisar o posicionamento da remuneração total em relação ao mercado competitivo proposto pelo Comitê Executivo da empresa propondo, se for o caso, ajustes para aprovação pelo Conselho de Administração;
- Analisar o desenho e impacto dos programas de remuneração variável de longo prazo/ incentivos de longo prazo, propondo, se for o caso, ajustes para aprovação pelo Conselho de Administração;
- Avaliar cada programa de remuneração, e, se for o caso, propor ajustes tendo em vista o alinhamento dos interesses dos administradores e profissionais da organização com os dos acionistas;
- Definir e propor, ao Conselho de Administração, as condições e os elementos que irão compor os pacotes de desligamento para altos executivos;
- Zelar pelas práticas e sistemas de remuneração da empresa com vistas a evitar distorções que resultem em perda de competitividade e/ou riscos para a empresa.

Ainda neste Guia de Orientação para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração (2011), o IBGC reforça que a remuneração de executivos deve ser definida e administrada dentro do conceito de remuneração total, e não como um conjunto de elementos separados: salário fixo, bônus, incentivos de longo prazo e benefícios. Adicionalmente, o objetivo de uma estratégia eficaz de remuneração total é alcançar um equilíbrio entre remuneração fixa, benefícios e remuneração variável, de curto e de longo prazo, visando:

- Assegurar o alinhamento dos instrumentos de remuneração aos objetivos estratégicos da empresa; e
- Balancear o grau de risco envolvido na remuneração – equilíbrio entre remuneração fixa e remuneração variável.

3.4.2 O Comitê de Auditoria e de Riscos

Segundo Charan (2010), estes dois comitês geralmente eram concentrados em um comitê de auditoria e controles internos. No entanto, após a crise de 2008, entende-se que houve a necessidade de separação das atribuições em dois comitês: o de auditoria e o de riscos. O comitê de auditoria e controle internos focaria nos controles internos, contábeis, jurídicos, financeiros e operacionais. Este conselho é o mais usual em todo mundo.

O comitê de riscos adquiriu uma abrangência muito maior e a necessidade de conselheiros e especialistas no assunto, após 2008, no entanto, não há consenso de como trabalhar no gerenciamento. Charan (2010) recomenda um comitê independente, mas que deve trabalhar em conjunto com o comitê de auditoria e de remuneração e incentivo, a fim de assessorar na regulação dos riscos e controles que o Conselho de Administração deverá implementar. O comitê de riscos deve levar em conta os riscos internos, como antes eram avaliados e mensurados pelo comitê de auditoria, mas agora também os riscos estratégicos, externos e sistêmicos do setor em que a empresa está inserida. O Conselho deve agendar no mínimo duas vezes ao ano para reavaliar as recomendações e direcionar as ações de contenção ou aproveitamento de oportunidades. Uma metodologia deve ser implementada para mensurar e gerenciar os riscos da empresa. Além disto, está sob a responsabilidade do comitê de risco a disseminação da ética nos negócios e de conduta executiva, a fim de garantir a reputação da empresa e proteger a empresa de possíveis problemas de gestão e conduta.

Segundo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2010), os assuntos referentes a riscos são tratados no comitê de auditoria. Conforme o IBGC (p. 45):

O Conselho de Administração e o Comitê de Auditoria devem, permanentemente, monitorar as avaliações e recomendações dos auditores independentes e internos sobre o ambiente de controles e os riscos. Cabe também a ambos garantir que os diretores prestem contas das ações tomadas em relação a essas recomendações.

No entanto, o IBGC, em 2012, lançou um guia de orientação de Governança Corporativa sobre Gerenciamento de Riscos Corporativos. Neste guia, o IBGC recomenda que os comitês de risco e auditoria trabalhem em conjunto com o

Conselho de Administração, que deve ser o responsável por determinar os objetivos estratégicos e o perfil de riscos da organização. Definir seu perfil consiste em identificar o grau de “apetite” a riscos da organização, bem como as faixas de tolerância a desvios em relação aos níveis de riscos determinados como aceitáveis. O conselho de administração deve estabelecer, também, a política de responsabilidade da diretoria em: (i) avaliar a quais riscos a organização pode ficar exposta; e (ii) desenvolver procedimentos para administrá-los. O papel fundamental de implementar uma sólida estrutura de gerenciamento de riscos e controle é delegado aos gestores, com o comitê de auditoria ou de riscos (ou instância que desempenha sua função), em nome do conselho de administração, exercendo a função de supervisão.

3.5 COMENTÁRIOS SÍNTESE

Neste capítulo foi apresentado o cenário mundial e brasileiro das melhores práticas de Governança Corporativa e das políticas de remuneração e incentivos nos demais mercados, importante para nortear a entrevista e posicionar o nível da Governança Corporativa no Brasil. Os definidores das políticas de remuneração e incentivos a executivos são o Conselho de Administração e Comitês de remuneração e incentivos, devendo estar alinhados com o comitê de auditoria e de Riscos.

Por fim, foi tratado das implicações que influenciam na definição das políticas de incentivos, entre elas: expectativa dos acionistas, com a teoria da maximização da riqueza do acionista, doutrina de valorização da empresa (Friedman ou de Sustentabilidade) e o apetite pelo risco.

Aborda-se, no capítulo seguinte, o detalhamento destas políticas de incentivo. A teoria da agência é intrínseca ao relacionamento executivo e acionista. A governança corporativa é a forma de controle para mitigar os custos de agência e expressar o interesse do acionista, mas o nível de risco e valorização da empresa dependerá das políticas de incentivo aplicadas, como poderá ser visto a seguir.

4 AS POLÍTICAS DE INCENTIVOS

Segundo Damodaran (2009), após o processo de alinhamento entre os tomadores de decisão (administradores) e os acionistas (proprietários) da empresa, a calibração dos mecanismos de punição e recompensa passa a ser o desafio seguinte. As formas mais comuns de incentivar tomadores de decisão a assumirem certo grau de risco estão atreladas ao pacote de remuneração ou, como outros autores defendem, benefícios de carreira. Estes incentivos podem ser: promoção e carreira na empresa, remuneração fixa e variável, opção de ações, bônus, comissões, etc. Por outro lado, a punição mais comum é a demissão, que também envolve pesados custos, e, como visto no capítulo anterior, deve ser planejada através de um plano de desligamento.

Um sistema de remuneração ou premiação aos tomadores de decisão que assumam bons riscos é de difícil concepção, e não há, ainda, um consenso a respeito. No princípio, as empresas concediam bônus sobre salários fixos, com base nos lucros, para induzir os gestores a assumirem mais riscos com efeitos positivos para a empresa. No entanto, elas perceberam que nem sempre a maior rentabilidade de um dado período é consistente com uma melhor assunção de riscos, ou, conseqüentemente, maior valor para a empresa.

Desta forma, o capítulo será iniciado tratando de um breve histórico a respeito destas políticas, a relação com a *performance* das empresas, os componentes que formam os incentivos e também o que alguns autores defendem como alternativas e argumentos contrários aos atuais métodos de remuneração e incentivos.

4.1 HISTÓRICO DAS POLÍTICAS DE INCENTIVO

Conforme Vieito et al. (2009), as políticas²⁶ de incentivos, ou de compensação para executivos, tem crescido e tornado-se um dos mais interessantes e inovadores campos de investigação na área de finanças e Governança Corporativa, sendo objeto de estudos somente a partir da década de noventa. Antes deste período, há pouco conhecimento e pesquisa sobre remuneração executiva nos Estados Unidos e no resto do mundo.

²⁶ Política é uma arte de negociação para compatibilizar interesses, ou o termo pode ser utilizado como um conjunto de regras ou normas de uma determinada instituição.

Segundo a pesquisa realizada por Vieito et al.(2009), a evolução das políticas de incentivos nos Estados Unidos parte de 1936, sendo a análise dividida em três grupos: antes da Segunda Guerra Mundial, em que estas políticas eram muito pequenas ou quase inexistentes; entre 1940 até 1970, quando surgem políticas mais fortes, e estas sofrem alterações e há um crescimento lento; e depois de 1990, onde se vê um crescimento exponencial nestas políticas de incentivos, com algumas inovações durante a década. A quebra da NASDAQ²⁷, em 2000, e escândalos de fraude em balanços patrimoniais de empresas americanas provocam uma parada neste crescimento e as primeiras alterações mais significativas surgem, como a lei *Sarbanes-Oxley*²⁸, que passa a responsabilizar executivos por crimes de fraude. O crescimento é retomado na metade dos anos 2000, até a crise financeira mundial de 2008.

A partir do fim da década de 1980 até o início dos anos 1990, executivos eram pagos somente por salários e bônus, e outras formas de compensação não definidas. Porém, há evidências de que estas políticas já eram usadas entre 1934 e 1950. O uso de opções de ações surgiu a partir de 1951, em que 18% dos executivos americanos recebiam este tipo de incentivo. Até a década de 70, esse incentivo foi crescendo de forma tímida, com o principal objetivo de incrementar a escala de produção das fábricas americanas. No entanto, no final da década, acionistas e proprietários perceberam que os excessos de estoques e a queda na ocupação da produção reduziram as ações e conseqüente valor de mercado das empresas. Então, se popularizam as opções de ações, como forma de incentivar executivos a aumentarem a riqueza dos acionistas e proprietários, em troca de uma participação na empresa.

Contudo, somente na década de 90, com o crescimento da economia mundial e a expansão da indústria tecnológica, também chamadas de empresas da “nova economia”, que as opções de ações por curto prazo ganham grande popularidade e interesse acadêmico. Na verdade, as empresas passaram a perceber que os sistemas de remuneração baseados em opções exercem impacto em diversos aspectos das finanças corporativas, incluindo as políticas de financiamento e dividendos. Os executivos remunerados com opções talvez sejam menos propensos a

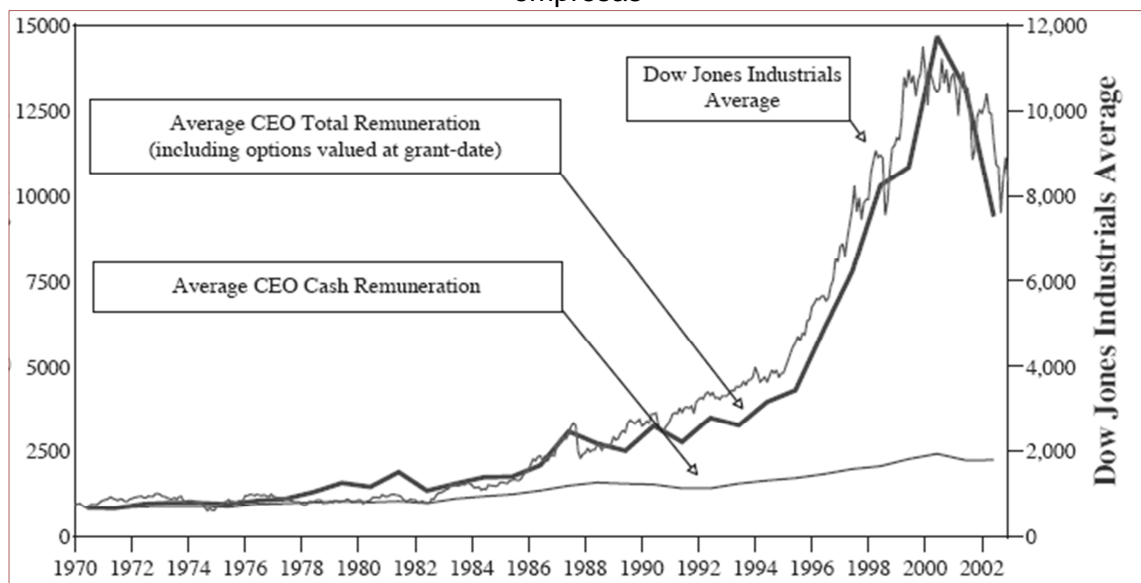
²⁷ NASDAQ é uma Bolsa de valores eletrônica, constituída por um conjunto de corretores conectados por um sistema informático

²⁸ Conforme Silveira (2010) o objetivo da Sarbanes-Oxley é proteger os investidores por meio do aprimoramento da precisão e da confiabilidade das informações divulgadas pelas companhias. A Lei surgiu após os escândalos da Worldcom e Enron, entre os anos de 2001 e 2002.

aumentar os dividendos ou emitir novas ações, pois estas medidas poderiam reduzir o valor das ações existentes, e por consequência, as suas opções.

Este fato é confirmado com o trabalho de Jensen e Murphy (2004), que provaram que as empresas do índice *Dow Jones*²⁹, que, com estratégias de remuneração variável agressiva em *stock options*³⁰ e ações, apresentavam *performance* excelentes. A figura 5 apresenta esta evolução da remuneração fixa e da remuneração variável dos executivos com a *performance* das empresas do índice *Dow Jones*, desde a década de 70.

Figura 5: Evolução da remuneração total de executivos x Salários fixos x *Performance* das empresas



Fonte: Jensen e Murphy (2004).

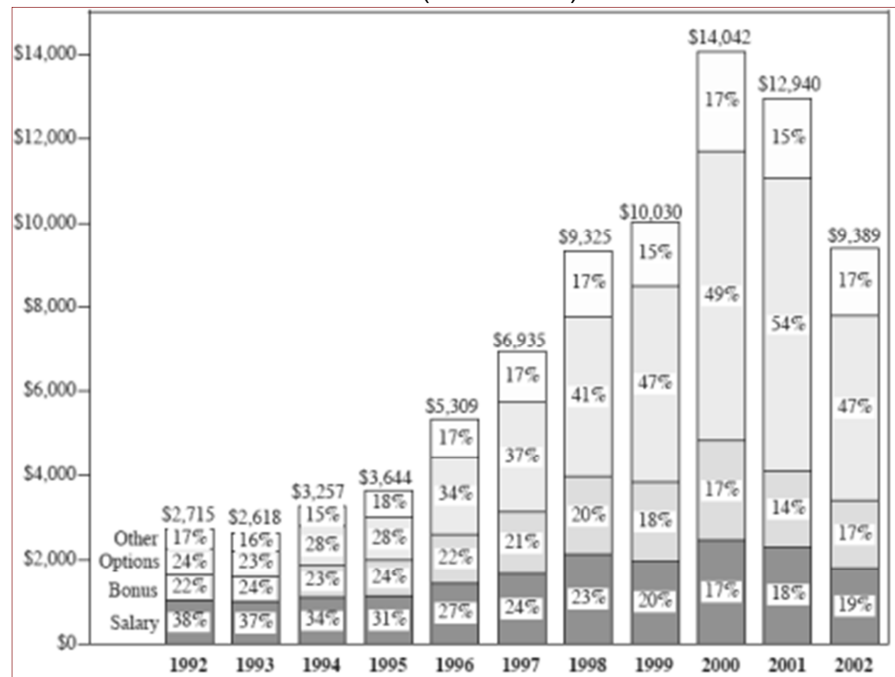
Jensen e Murphy (2004), nesta mesma pesquisa, confirmaram o crescimento da proporção variável na remuneração total dos principais executivos das empresas listadas na S&P500 e *Dow Jones*, entre os anos de 1992 e 2002, comprovando que a evolução na *performance* das empresas, e, conseqüentemente, na remuneração total dos executivos, deveu-se muito à “explosão” de *stock options* como forma de remunerar o executivo frente à *performance* da empresa. Conforme a figura 6, o salário base (fixo) reduziu a participação frente à remuneração total, chegando a compor, em 2002, até 19% do total, enquanto a parcela de variável chegou a compor 64%.

²⁹ Índice da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE).

³⁰ *Stock Options* também pode ser chamado de Opções de Compra de Ações. Neste trabalho, ambas denominações são similares.

Porém, em 2000 ocorre a quebra da NASDAQ, reduzindo os ganhos através de opções de ações, devido à queda no valor das empresas. A maioria dos planos passa por reformulação e, na tentativa de reter bons executivos e empregados, os acionistas e proprietários procuram reajustar os preços de exercício (preço que, caso a ação alcance, o executivo pode vendê-la), a fim de tornar mais atrativo o incentivo.

Figura 6: Evolução dos pacotes de Remuneração dos CEOs de empresas S&P500 e Dow Jones (1992-2002).



Fonte: Jensen e Murphy (2004).

Alguns anos mais tarde, o escândalo de quebra de empresas, por fraude, relacionam as políticas de incentivo baseadas em opções de ações com os casos. Executivos trabalham em estratégias a fim de aumentar o valor da empresa no curto prazo, e, conseqüentemente, exercer o direito de venda da ação. Para resolver estes problemas, em 2002, vem a lei *Sarbanes-Oxley*, com significativo número de mudanças nas regras de Governança Corporativa.

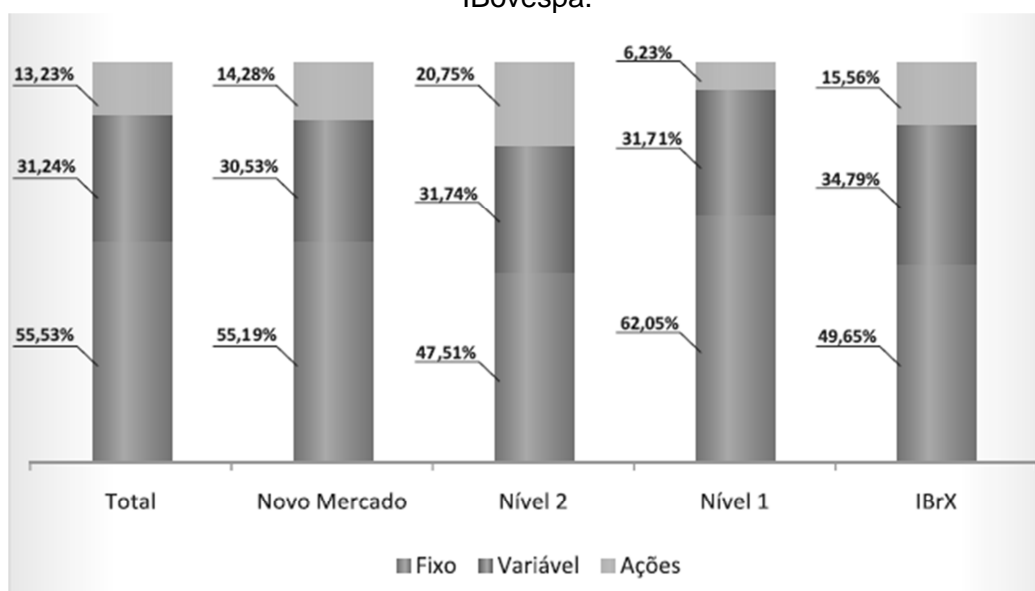
Porém, entre os anos de 2002 e 2008, o desempenho que as empresas apresentaram foi de estagnação ou de pequeno crescimento, e a remuneração total dos executivos apresentou crescimento maior que o desempenho das empresas, indicando um princípio de desgaste desta política de incentivo.

Finalmente, a crise de 2008 evidenciou dois problemas de funcionamento interno das empresas, reforçando a necessidade de repensar algumas novas regras

de Governança Corporativa: sistemas de remuneração variável em *stock options* e ações extremamente agressivos para o curto prazo e insustentáveis ao longo prazo, e falhas dos Conselhos de Administração no monitoramento da exposição aos riscos estratégicos.

No Brasil, o histórico a respeito dos pacotes de incentivos e de remuneração é muito recente. Apesar de episódios de executivos com estratégias de exposição ao risco elevado, somente a partir da normatização da CVM 480, de 2009, que surgiram algumas informações a respeito dos pacotes de remuneração dos principais executivos de empresas brasileiras, que compõem o IGC do Ibovespa. O IBGC realizou esta pesquisa em 2011 e 2012. Na figura 7, é possível verificar a composição de remuneração total.

Figura 7: Média da Remuneração total dos executivos de empresas do índice IGC do Ibovespa.



Fonte: Pesquisa de Remuneração IBGC de empresas do Ibovespa (2012).

No Brasil prevalece quase metade do pacote total de remuneração o salário fixo, sendo uma condição de remuneração muito diferente do encontrado nos Estados Unidos. Além disto, as grandes iniciativas vem das entidades de regulação e da legislação, havendo considerável resistência das empresas, e de organizações como o IBGC, que contribuem para o avanço das melhores práticas de Governança Corporativa.

4.2 OS COMPONENTES FORMADORES DE PACOTES DE INCENTIVO

Conforme o Guia de Orientação para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração do IBGC (2011), quando se trata de remuneração e incentivos para executivos, a fim de alinhar interesses dos acionistas e assunção aos riscos, trata-se de remuneração total, ou seja, um conjunto de diversos componentes que formarão um pacote. O Comitê de remuneração tem, como uma de suas principais responsabilidades, a proposição da filosofia de remuneração a ser adotada pela empresa e, conseqüentemente, de sua estratégia de remuneração total. A correta definição de uma filosofia de remuneração pressupõe encontrar o perfeito equilíbrio entre a estratégia da empresa, a valorização dos executivos, a competitividade mercadológica e os custos associados. A configuração desta estratégia de remuneração total deve ser formada por recursos monetários e não monetários, e chegar a um modelo equilibrado que atenda a todas as partes interessadas e conflitantes. A figura 8 demonstra como este é dividido entre recursos monetários e não monetários.

Figura 8: Estratégia de Remuneração



Fonte: Guia de Orientação IBGC para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração (2011).

Entre os recursos monetários mais importantes, Murphy (1999) considera o salário base (componente fixo) como a base de todo o sistema de remuneração. Além do salário base, ainda há o plano de bônus anual, ações e *stock options*. O primeiro componente detalhado será o salário base.

4.2.1 O Salário Base

Segundo Murphy (1999), o salário base é normalmente a parcela fixa do pacote de incentivo do executivo, e tem sido a menor parcela da remuneração total. Os executivos dedicam atenção substancial para o processo de salário-base. Primeiro, porque o salário base é um componente-chave nos contratos de trabalho de executivos (que normalmente garantem aumentos mínimos em salários-base para os próximos anos). Segundo, já que os salários base representam o componente fixo em contratos de executivos, avessos ao risco, executivos, naturalmente, preferem um aumento do dólar no salário-base a um aumento do dólar no bônus anual ou em ações, devido à maioria dos componentes da remuneração serem medidos em relação aos níveis salariais de base. Bônus anuais, por exemplo, são geralmente expressos por uma porcentagem do salário base, enquanto as concessões de opções são expressas como um múltiplo do salário base. Outros benefícios de pensão e arranjos de indenizações também dependem de níveis salariais. Consequentemente, cada aumento em dólar de salário base tem efeitos positivos sobre muitos componentes da remuneração total.

Geralmente, são definidos através de benchmarking³¹ competitivo, e, em se tratando de salário da diretoria executiva, é fundamental a empresa selecionar criteriosamente o mercado competitivo de remuneração. Os critérios mais comumente utilizados definidos pelo Guia de Orientação para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração do IBGC (2011) são expressos na figura 9.

Por fim, outro ponto que deve ser definido é o posicionamento estatístico no mercado competidor, obtido através de pesquisa de mercado. Parte fundamental da definição da estratégia de remuneração total está associada à correta definição do ponto de posicionamento em relação ao mercado. A maioria das empresas posiciona seu referencial de remuneração na média ou mediana do mercado de comparação. Algumas se posicionam no 3º quartil de mercado. Outras se posicionam mais acuradamente:

- Acima do mercado, para posições ou indivíduos-chave;

³¹ Benchmarking é a busca das melhores práticas na indústria que conduzem ao desempenho superior. É visto como um processo positivo e pró-ativo por meio do qual uma empresa examina como outra realiza uma função específica a fim de melhorar como realizar a mesma ou uma função semelhante

- Na média/ mediana de mercado, para posições onde há oferta abundante de talentos;
- Abaixo do mercado para posições de entrada, onde a atratividade e a reputação da empresa asseguram a atração de bons candidatos a um custo mais baixo.

Figura 9: Estratégia de Remuneração



Fonte: Guia de Orientação IBGC para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração (2011).

Esta definição, contudo, deve ser sempre precedida de uma análise detalhada do cenário atual de cada empresa e dos elementos que influenciam tal decisão.

4.2.2 Plano de Bônus Anual

Segundo Murphy (1999), praticamente todas as empresas que visam lucros oferecem um plano de bônus anual para os principais executivos e são pagos anualmente com base no desempenho de um único ano. Os planos de bônus anuais de executivos podem ser formados por três componentes básicos:

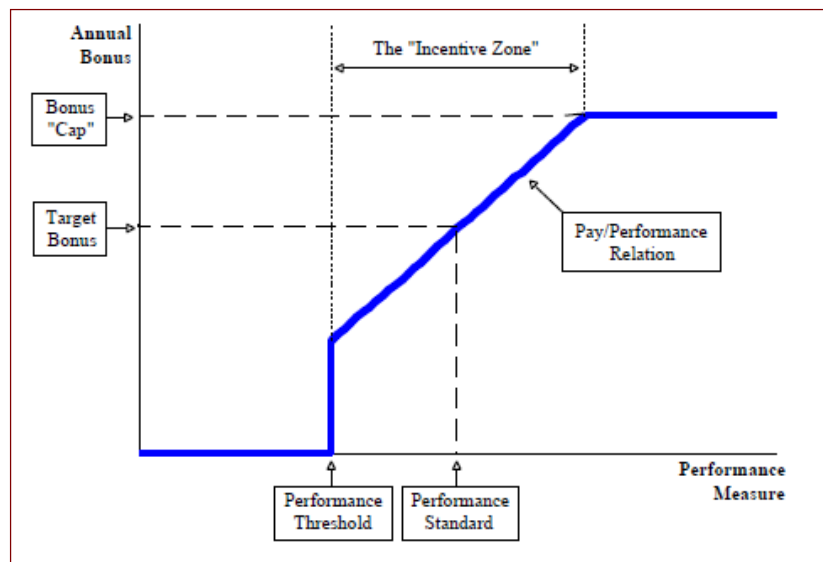
- Medidas de desempenho;
- Padrões de desempenho e;
- Estrutura da relação de remuneração por desempenho.

A Figura 10 ilustra estes componentes básicos de um plano de bônus típico. Sob o plano, nenhum bônus é pago até um limiar de desempenho (geralmente

expressa em porcentagem do nível de desempenho). Sendo alcançado um desempenho mínimo, conforme a estrutura de remuneração da empresa, um bônus mínimo (geralmente expresso como uma porcentagem do valor objetivo) é pago no desempenho limiar. Bônus-alvo são pagos para alcançar o padrão de desempenho, e não é, tipicamente, um *cap*³² no bônus pagos (novamente expresso como uma porcentagem, ou múltiplo do valor objetivo). O intervalo entre o limiar e o chamado bônus *cap* é rotulado de “zona de incentivo”, indicando a gama de realizações de desempenho, onde melhoria incremental em desempenho corresponde à melhoria incremental em bônus.

Em algumas empresas, os conselhos podem exercer um poder discricionário na alocação de um conjunto de bônus fixo entre os executivos participantes, mas a discricionariedade, neste caso, afeta apenas atribuições individuais e não o montante global dos pagamentos. Além disso, o CEO (e outros executivos) terá uma parte de seu bônus dependente do desempenho individual. O desempenho individual, muitas vezes, inclui desempenho relativo a alguns objetivos pré-determinados ou marcos estratégicos. Em todo o caso, o peso no desempenho individual raramente ultrapassa os 25% de bônus do executivo.

Figura 10: Composição do Plano de Bônus Anual



Fonte: Murphy (1999, pp.80).

³² A referência *cap* significa o teto do bônus pago por *performance*.

Sobre as medidas de desempenho, elas podem ser financeiras e não financeiras. As financeiras são baseadas em indicadores contábeis e consideram melhoria ano sobre ano. Raramente as empresas atuam com somente uma medida de desempenho, sendo mais comum atuarem com matriz de indicadores correlacionados ou não, por exemplo: receitas, lucro líquido, lucros operacionais (EBIT³³) e outros. As medidas de desempenho não financeiras estão atreladas a *performance* individual, os quais são objetivos pré-estabelecidos, estratégico ou operacional, são mais comuns em empresas industriais. As medidas não financeiras mais comuns são: satisfação do cliente, aumento de capacidade de uma planta, redução de tempo até o mercado e segurança de uma planta.

Os padrões de desempenho, geralmente, são definidos com base em um orçamento da empresa, elaborado e validado no plano de negócios anual. A base de elaboração é feita através de dados de *performance* do ano anterior, da empresa e da concorrência no mercado em que atua. Como exemplo tem-se melhoria nos lucros operacionais em relação ao ano anterior, crescimento de vendas, etc.

A forma de estrutura da relação de remuneração por desempenho mais usual é a que constitui a regra de 80/120 dos padrões de desempenho definidos. A regra funciona como faixa para validação do bônus. Na figura 10, esta regra é representada entre a *performance Threshold*³⁴ e a *performance standard*³⁵, que representará a faixa de 80% até 100% que será o bônus alvo. A faixa entre a *performance standard* e o Bônus *cap*, representada de 100% até 120%, remunerará os beneficiários com bônus incremental pela *performance* acima da *performance standard*, até o limite de 120%. Esta regra pode ser ajustada para 90/110, 95/105, sendo definida de forma discricionária pela empresa.

A segunda forma de estrutura mais utilizada é comumente chamada de “somatório de metas”, e sua aplicação é em menor escala que as regras de proporção. Esta forma é constituída por um conjunto de metas individuais que formará um conjunto de metas globais, considerada a *performance standard* deste plano. No final do exercício será avaliado se as metas superaram a *performance standard* ou não. Em caso de superação, será pago o bônus dividido entre todos os participantes deste plano. O Bônus é remunerado de acordo com o Bônus meta individual. Caso os

³³ Lucro antes de impostos e taxas.

³⁴ *Threshold* significa o limiar mínimo.

³⁵ *Standard* significa o padrão, e nesta condição será pago o bônus alvo integralmente.

resultados sejam abaixo da *performance standard*, nenhum participante terá direito ao bônus.

4.2.2.1 Os Problemas do Plano de Bônus Anual

Conforme Murphy (1999), um dos principais impactos do Plano de Bônus Anual em medidas de *performance* é que o foco está em determinantes contábeis, como lucro no exercício, e o incentivo é exclusivamente de curto prazo. Isto leva a dois problemas fundamentais:

- I. Foco em resultados de curto prazo, podendo levar executivos a reduzir despesas de R&D, e comprometer o longo prazo; e
- II. Lucros e outros indicadores contábeis podem ser manipulados.

Sobre o ponto de padrões de desempenho de um exercício, o problema concentra-se na base orçamentária e resultados do ano anterior para definir este plano. Mesmo que um gestor tenha feito um grande trabalho na redução de despesas operacionais em um exercício, no próximo exercício será exigido um ganho sobre o desempenho do ano anterior. Isto pode induzir o gestor a ser mais econômico nas melhorias e buscar somente o resultado comprometido.

Por outro lado, os problemas nas formas de estruturas de incentivos é que muitas vezes gestores já visualizam que alcançarão o Bônus *Cap*, o que pode levá-los a criar um inventário do resultado para o próximo período. Por outro lado, quando o resultado está muito abaixo do limiar, podem os gestores reduzir os esforços para concentrá-los para o próximo período, ou, quando está próximo do resultado, até mesmo adotar medidas de manipulação de resultados.

4.2.3 *Stock Options*

Segundo Murphy (1999), *Stock Options*³⁶, também conhecidos como Opções de ações, são contratos que dão ao beneficiário o direito de comprar ou vender uma parte de ações, com um preço pré-especificado de exercício, por um período pré-

³⁶ *Stock Options* significa Opções de ações e poderão ser usadas ambas denominações neste trabalho.

determinado. Opções para executivos tipicamente torna-se exercível ao longo do tempo, por exemplo, 25% pode tornar-se exercível em cada um dos quatro anos seguintes após o recebimento dos *Stock Options*. Esta modalidade de remuneração para executivos é intransferível e inegociável e são, tipicamente, impedidas de serem executadas, caso o executivo deixe a empresa antes da aquisição.

Conceitualmente, os parâmetros de um contrato de *Stock Options* sugerem uma infinidade de possibilidades, como, por exemplo, fornecer ações executáveis com 95% do valor de face, ou até mesmo através de um indexador, que varia de acordo com o resultado de um setor da economia, ou com os mais diversos prazos de execução, sendo o mais comum o prazo de até 10 anos de validade desta opção. Algumas empresas definem algum prazo menor, mas é raro prazos acima deste tempo.

Sobre as implicações causadas pelo incentivo em *Stock Options*, esta modalidade premia a valorização do preço da ação e não o retorno total ao acionista, desde que, mais tarde, seja premiado pelos dividendos da empresa. É raro a empresa fornecer ao executivo algum tipo de proteção de dividendos, para casos de pagamento de dividendos aos acionistas, como, por exemplo, reduzindo o valor de exercício da ação.

Segundo Kole (1997), sobre o tempo médio para o executivo executar a Opção, é maior em empresas de P&D intensivo, e em empresas do setor químico, de máquinas e indústria de transformação.

Conforme Murphy e Hall (2003), sob o ponto de vista contábil, a concessão de *Stock Options* pode parecer uma forma inquestionável de conectar a *performance* da empresa com o pagamento ao executivo, de forma justa e com um sistema de fácil avaliação através de indicadores contábeis e de entendimento para todos os acionistas e investidores. Além disto, do ponto de vista de impostos, a concessão de *Stock Options* não impacta impostos ao executivo nem à empresa, até o exercício da Opção. Desta forma, torna-se um incentivo interessante e barato para reter e atrair novos executivos sem desprender caixa. Além destes pontos, as *Stock Options* foram a forma mais eficaz de alinhar *performance* com pagamento aos executivos, levando em conta os campos econômicos, comportamentais, mecânicos e políticos.

Sob o ponto de vista econômico, um fator que fortaleceu a explosão de *Stock Options* na década de 80 e 90 foi a necessidade de incentivar o empreendedorismo e

a inovação nas empresas. A exigência da opinião pública frente às demissões em massa, *downsizing*³⁷ e fechamento de fábricas e negócios que apresentavam desempenho abaixo da expectativa levou as empresas a buscarem um mecanismo de incentivo vinculado à *performance* da empresa. A forma encontrada foi através de *Stock Options*.

Pelo lado comportamental, durante as décadas de 80 e 90, a aceitação pelos executivos em receber concessão de ações e *Stock Options* foi grande. Isto ocorreu pois, durante quase vinte anos, estes executivos não tiveram experiência com uma grande desaceleração da economia, mesmo que em 1987 tenha havido uma crise menor no mercado financeiro, o fato é que a grande maioria das *Opções* destas décadas foram executadas fornecendo verdadeiras fortunas aos executivos. Desta forma, tornou este incentivo cada vez mais popular.

No entanto, Kini e Williams (2011) argumentam que as empresas, investidores e acionistas perceberam, com o tempo, que este tipo de incentivo apresentava resultados excelentes num espaço de tempo muito curto. A economia americana apresentou um crescimento constante, bem como os pacotes de incentivo de executivos de forma muito similar. Além disto, a conclusão a que chegaram foi que a concessão de *Stock Options* realçava a política de assunção a riscos, incentivando os executivos a implementarem estratégias cada vez mais agressivas em inovação em produtos, serviços, fusões e aquisições.

4.2.3.1 Os problemas de *Stock Options*

Conforme Shapiro (2011), Coles e Naveen (2003), e Jensen e Murphy (2004), alguns problemas relacionados com *Stock Options* já eram conhecidos há vinte anos, no entanto, eles foram realçados e evidenciados após a crise mundial de 2008. Estes autores entendiam, primeiramente, que a finalidade de recursos proveniente de *Stock Options* ou ações seria capital de financiamento de projetos de valorização da empresa. Desta forma, há incompatibilidade da finalidade no uso deste recurso para uso de remuneração e incentivo para executivos.

Segundo problema relacionado é a diluição do patrimônio dos atuais acionistas, pois as ações de uma empresa representam um valor de patrimônio. A emissão de

³⁷ Referência aos processos de reestruturação da década de 80 e início da de 90, com redução na estrutura hierárquica das empresas e enxugamento das companhias.

Stock Options leva a uma diluição do patrimônio e uma redução no valor econômico das ações já existentes. Este ponto de vista, geralmente, não é avaliado pelas empresas que usam este componente, pois estas levam em conta que a emissão de *Stock Options* é uma forma barata de remunerar, pois não há desembolso de caixa. Além disto, nos Estados Unidos, há benefício fiscal no uso deste componente, pois as Opções emitidas serão amortizadas pelo tempo de validade e serão somente reconhecidas quando ocorrer o exercício do direito da Opção.

Finalmente, o último problema relacionado às *Stock Options* é a relação com a *performance* de curto prazo. Como as Opções possuem um preço de exercício e um prazo de validade, atingindo este preço o executivo pode exercer o direito. *Stock Options* é o componente que melhor reflete a doutrina Milton Friedman de responsabilidade social da empresa. Este componente, aliado a problemas de Governança Corporativa, controles e monitoramento de estratégias frágeis e conselhos de administração omissos, levaram a problemas evidenciados na crise mundial de 2008.

4.2.4 Outros Componentes

Além dos incentivos monetários já apresentados acima, há outras formas de incentivos, muitas vezes combinadas ou independentes das demais formas defendidas por diversos autores. Algumas são variações das já existentes, outras, mecanismos de incentivos não monetários. Destes, pode-se citar:

- *Ações Restritivas (Restrict Stock)*: Conforme Murphy (1999), Damodaran (2009) e Vieito et al (2009), as ações com restrições diferem de *Stock Options* no seguinte aspecto: são impostas restrições para seu exercício como permanência na empresa ou um tempo para exercício somente a partir do momento em que o executivo deixar a empresa, etc. Como o *Stock Options*, ações restritivas fornecem benefícios fiscais, porque o portador (executivo) não paga impostos, enquanto as ações estiverem restritas e a empresa amortiza o valor das ações concedidas pelo valor da concessão, mesmo que a ação valorize-se durante o período. Kole (1997) identificou que este tipo de incentivo é mais comum em empresas do setor químico, maquinários e manufatureiras de bem de capital, com investimento pesado

em P&D. Nestes setores, o prazo médio de restrição é de 50 meses, como comparação em setores como de alimentos, metais e bens de consumo, o prazo médio de restrição é de 20 meses;

- *Tournament Incentives*: Conforme Kini e Williams (2011), as políticas corporativas que incentivam executivos seniores a concorrer ao posto de CEO, ou até mesmo às vice-presidências posições de diretoria são chamadas de *Tournament Incentives*. Isto implica que, quando a empresa possui um plano de sucessão em que vários executivos abaixo do CEO concorrem ao posto mais alto da empresa, esta forma de incentivo motiva estes a assumirem mais risco para alcançá-lo. O incentivo é baseado na meritocracia e na premiação por desempenho. Também destaca a formação do executivo no padrão cultural da empresa, e, geralmente, incentiva o executivo a resultados sustentáveis e de longo prazo;
- Planos de Longo Prazo: Segundo Murphy (1999), os planos de longo prazo (PLP) são similares ao Bônus *plan* anual, com diferença que trata de bônus acumulados em três ou cinco anos;
- Planos de Aposentadoria: Muitas companhias oferecem aos seus principais executivos seniores planos de aposentadoria. Estes planos variam de forma e do tempo que o executivo tem de empresa. Este tipo de incentivo é de difícil mensuração, pois, geralmente, não constam nos pacotes de remuneração e há pouca divulgação desta parcela do pacote. Segundo Murphy (1999), este tipo de benefício passou a ser chamado de “incentivo discreto”;
- Planos não pecuniários: Os planos não pecuniários abordados no Guia de Orientação IBGC para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração (2011), e para Jensen e Murphy (2004) e Silveira (2010), estes benefícios, muitas vezes chamados de regalias, podem ser exposição na mídia, carro da empresa, prestígio, plano de carreira, são pertencentes ao pacote de remuneração. Funcionam como incentivo para atrair e reter o executivo, e incentiva a aversão ao risco.

4.3 A RELAÇÃO POLÍTICA DE INCENTIVOS E A *PERFORMANCE* DA FIRMA

A aplicação dos componentes de incentivos pode variar, de acordo com o desempenho que o conselho de administração deseja extrair do executivo. O comitê de remuneração recomenda, de acordo com os objetivos da empresa, qual o pacote mais equilibrado para as metas que a empresa deseja de longo e curto prazo. O tipo de empresa e o setor em que está inserida são outros fatores levados em conta no pacote de incentivo. Conforme a figura 11, a *performance* de curto e longo prazo complementa o mecanismo de Governança Corporativa, e a relação entre Incentivo e *performance*.

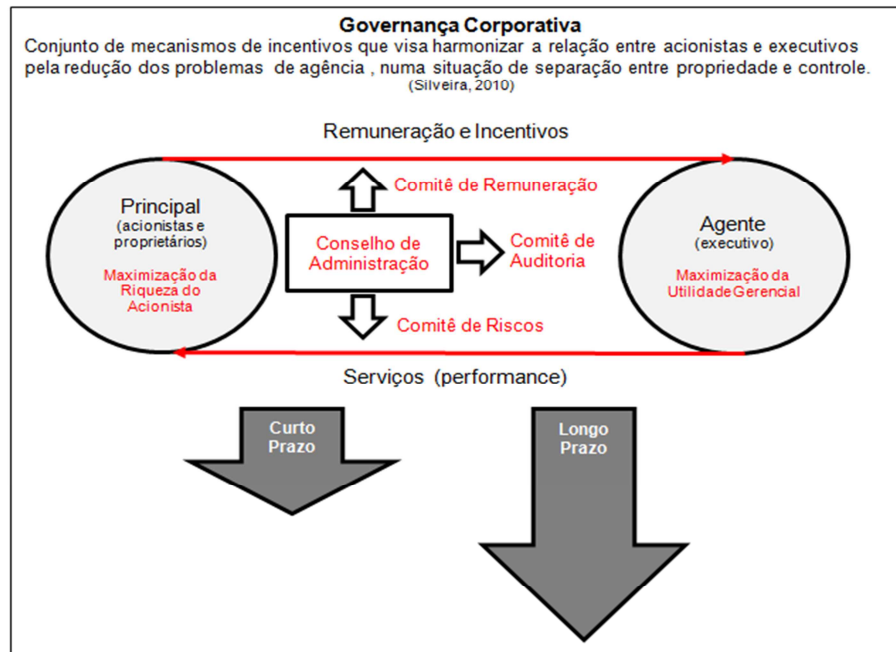
Segundo Vieito et al (2009) e Kini e Williams (2011), geralmente nas empresas que possuem maiores problemas de agência, os níveis de *performance* são menores e elas gastam mais em remuneração e incentivos em geral aos executivos, do que empresas com baixos problemas de agência. Se os executivos não são monitorados, eles tendem a extrair mais incentivos dos acionistas em comparação às empresas que possuem controles e monitoramentos eficientes de conselhos de administração. Além disto, é mais comum o pagamento de incentivos de curto e longo prazo baseados em *performance* da empresa para CEOs, CFOs, executivos seniores das empresas, diretores e até mesmo gerentes, pois estes tem significativa importância na forma de investimento de capital e políticas financeiras das empresas, desta forma, impactando no preço de ações.

Vieito et al (2009), e Jensen e Murphy (2004) identificaram que os altos executivos, com forte reputação profissional, recebem melhores pacotes de incentivos em termos de *performance* da empresa, porque os acionistas sabem que suas decisões irão influenciar o preço de mercado da ação. Para exemplificar, executivos que são considerados celebridades tendem a ser mais confiantes da sua eficácia, de suas experiências no passado, e de suas habilidades, e poderão aumentar a *performance* da empresa. Neste caso, os planos não-pecuniários tem baixa aplicabilidade, e, preferencialmente, serão necessários planos de incentivo com objetivo de retenção e de geração de valor no curto e longo prazo.

Do ponto de vista de investimentos, para melhorar a *performance* da empresa, quando executivos são remunerados essencialmente com dinheiro, no longo prazo, eles farão investimentos abaixo do ótimo, prejudicando a empresa. No entanto, se

eles são remunerados com opções em ações, o executivo será incentivado a investir mais que o ótimo valor, pois irá desejar garantir melhores valores para a ação que ele terá direito, podendo se expor a riscos. Devido a isto, a melhor forma de garantir que os executivos farão o investimento no nível ótimo seria contratos com ambos, dinheiro e opções de ações restritas (venda futura da ação no longo prazo).

Figura 11: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas entre incentivos e performance: Performance de curto e longo prazo.



Fonte: Adaptado de SILVEIRA (2010).

Quando as empresas estão com problemas de caixa e restrições de financiamento, a opção de aplicação de *Stock Options* é muito usual, pois o executivo será pago sem dinheiro, e sem desembolso de caixa da empresa. Neste grupo, podemos citar que a política de incentivo por *Stock Options* pode ser eficaz em empresas que não possuem perspectiva de crescimento de mercado ou baixo incremento no fluxo de caixa. Assim, *Stock Options* pode ser uma forma de incentivar o executivo a entregar mais valor à empresa e aumentar o seu tamanho. Para exemplificar, esta política é hegemônica em empresas de alta tecnologia.

Em empresas envolvidas em um mercado de ciclos tecnológicos muito curtos, incentivadas pela inovação, medidas por número de patentes e gastos relevantes em P&D, *Stock Options* de curto prazo é o instrumento mais comum.

Por outro lado, quando os acionistas e proprietários desejam uma melhor *performance* operacional da empresa, sendo necessário um trabalho de redução de custos de recursos humanos, as melhores alternativas, segundo Kini e Williams (2011), estão em adotar incentivo baseado na teoria do *tournament incentive*, promoção para os níveis abaixo de diretores. Incentivos de longo prazo, como ações restritivas, a fim de evitar que esta *performance* prejudique a empresa no futuro, além de políticas de sucessão e a possibilidade do CEO pertencer ao conselho de administração após a aposentadoria, pode induzir o executivo a melhorar e atingir esta *performance*.

Incentivos a executivos tem sido, também, analisados não somente em relação à *performance* da empresa, mas também em relação à *performance* relativa da empresa. Tradicionalmente, os modelos de pagamentos por *performance* fornecem remuneração adicional aos executivos quando a empresa alcança resultados superiores que os do ano anterior. Sob o ponto de vista da *performance* relativa, não avalia-se somente a empresa em relação ao ano anterior, mas também a *performance* da empresa em relação ao principais rivais no mercado. Os executivos somente receberão remuneração adicional se a empresa em que trabalham é a melhor na área de mercado em que atua. A desvantagem desta modalidade está em mercados de produtos altamente competitivos, em que, geralmente, as empresas são forçadas a trabalhar em baixa *performance*, e isto atinge a remuneração do executivo, além de que os indicadores medidos devem ser públicos e auditados da mesma forma, a fim de haver isonomia.

Por fim, os indicadores de *performance* mais usuais, nos Estados Unidos e no Brasil, para definição de remuneração variável, estão representados no quadro 4, de forma comparativa, com dados obtidos a partir da pesquisa de Murphy (1999) e do Guia de sucessão, avaliação, remuneração e incentivos do IBGC (2011). Pelos dados, o indicador mais usual no Brasil é o EBITDA e a Receita Líquida total, além do atendimento ao orçamento de despesa anual. Por outro lado, nos Estados Unidos, os *Earnings*, um conjunto de métricas representadas pelo lucro líquido, ROA, ROE e Retorno sobre o capital são os mais usuais, vindo em seguida o EBIT, EBITDA e o fluxo de caixa livre.

Quadro 4: Quadro Comparativo de indicadores de *Performance* mais usuais nos Estados Unidos e Brasil

Estados Unidos		Brasil	
<i>Earnings</i> ¹	43%	EBITDA	42%
EBIT ²	17%	Receita Líquida Total	25%
Performance Individual	14%	Orçamento de despesa	21%
Vendas (Receita Bruta)	11%	EVA ³	17%
Satisfação do Cliente	3%	Vendas (Receita Bruta)	17%
Metas estratégicas	3%	ROI	14%
Preço da Ação	3%	Fluxo de Caixa Livre	13%
Objetivos operacionais	2%	Lucro Líquido / Operacional	7%
EVA ³	2%	ROE	3%

¹ Earnings são Lucro Líquido, ROA, ROE, Retorno sobre Capital.

² EBIT (Lucro antes de impostos e taxas) inclui Lucro operacional, EBITDA e Fluxo de caixa livre.

³ EVA é o Lucro Líquido contábil descontado o custo de capital próprio.

Fonte: Murphy (1999, pp. 68) e Manual IBGC para Remuneração e Incentivos (2011, pp. 55).

4.4 ARGUMENTOS CONTRA AS POLÍTICAS DE INCENTIVOS POR *PERFORMANCE*

Segundo Frey e Osterloh (2012), pagar por *performance* não surte efeito. Primeiro, porque esta política levou líderes empresariais a terem seus rendimentos disparados nas últimas décadas, e, no entanto, o desempenho real das empresas no mesmo período têm sido fraco. Eles citam quatro falhas nas políticas de incentivos vinculadas a *performance* da empresa:

- Numa economia moderna, na qual novos desafios surgem constantemente, é impossível determinar que tarefas terão de ser desempenhadas no futuro com precisão suficiente para que a remuneração variável por desempenho funcione bem;
- Indivíduos sujeitos à remuneração variável por desempenho não aceitam, de forma passiva, os critérios. Gastam muito tempo tentando manipulá-los a seu favor;
- A remuneração variável por desempenho costuma levar a pessoa a se concentrar exclusivamente em áreas abrangidas pelos critérios e a negligenciar outras tarefas importantes;

- A remuneração variável por desempenho abafa a motivação intrínseca, ou seja, o prazer de um trabalho gratificante, sendo esta motivação importante para a atividade empresarial, pois sustenta a inovação e incentiva a contribuição além do necessário.

Vieito et al. (2009) e Kini e Willians (2011) relatam, em seus trabalhos, que empresas tem abandonado a política de incentivo vinculado a *performance*, ou, pelo menos, reduzido consideravelmente os investimentos em incentivos, devido aos altos custos destes programas em relação aos benefícios, preferindo investir em liderança efetiva, objetivos claros, *coaching*, processos de *Tournament Incentives* e de promoção de carreira.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que o principal problema de contratos de incentivo é que eles criam um enorme potencial para ganhos extras por parte dos executivos, principalmente quando negociam seu sistema de remuneração com Conselhos de Administração passivos ou dominados pelos executivos. Eles exemplificam que os executivos poderiam definir os termos de contrato, utilizando a assimetria de informação, para benefícios próprios, sabendo que os lucros do exercício irão subir, ou, ainda, manipular os números contábeis ou mudar a política de investimento a fim de aumentar a sua remuneração. Como boa parte dos incentivos aplicados é baseada em resultados contábeis, ressalta o papel fundamental da contabilidade para a Governança Corporativa. Desta forma, devido aos problemas de definição de metas e mensuração destes resultados, é difícil afirmar a eficácia destas políticas de incentivo em mitigar problemas de agência.

Outra crítica ao modelo de política de incentivo por *performance* é defendido por Stern (2008), que argumenta que, na maioria dos casos, o motivo da baixa *performance* nas empresas não está associado com mau gerenciamento, mas a fatores externos, nos quais o CEO e os principais diretores não influenciam. Além disto, as opções de ações tem muito mais relação com o contexto global do que com a *performance* da empresa. Conforme dados estudados na Universidade de Chicago, 50% das flutuações no preço das ações são devido ao contexto global. Outros fatores, como câmbio, juros e cenário político tem impacto somente indireto nos negócios da companhia. Outros 25% se devem às condições da indústria, e os outros

25%, às atividades da empresa. Então, 75% do valor de uma ação é influenciado por questões externas à companhia, e não pela qualidade da *performance* do executivo.

Charan (2010) reforça a posição de Stern (2008), considerando, atualmente, que os pacotes de remuneração dos executivos são formados por 25% de salário fixo, outros 25% de bônus anual e o restante de *stock options*, ações e similares. Ou seja, 50% da remuneração pode ser atingida por causas externas, por exemplo, uma má avaliação de um analista de mercado, pelo preço do petróleo, ou pela dinâmica incontrolável do mercado financeiro global. Apesar de entender a defesa em fornecer *Stock Options* aos seus executivos, a fim de alinhar com os seus interesses, os acionistas deveriam estar preocupados, pois estão repassando maiores riscos aos executivos, que possuem menor poder de diversificação que os acionistas. Este componente deve ser mais bem medido.

Ainda segundo Stern (2008), esta situação piora muito em países emergentes, como o Brasil, onde os mercados são de maior risco, e, portanto, a volatilidade é maior. Sendo assim, ele conclui que a influência do executivo na *performance* da empresa no Brasil seja menor que 25%, sendo ineficaz conceder incentivos por opções de ações nestes mercados.

4.5 COMENTÁRIOS SÍNTESE

Portanto, neste capítulo foram abordados todos os aspectos das políticas de incentivo dadas pelas empresas, aprovadas, avaliadas e controladas pelos Conselhos de Administração, um histórico a respeito dos avanços e como o tema se desenvolveu na Europa e Estados Unidos, e os incentivos classificados em monetários e não monetários, sendo ambos os aspectos levados em conta na montagem do pacote de remuneração dos executivos. Os componentes que formam estes incentivos foram abordados detalhadamente.

Sob o aspecto dos incentivos como forma de obtenção de *performance* da empresa, foram apresentadas as formas de utilização de componentes para cada nível de *performance* desejado e os indicadores de *performance* mais usuais no Brasil e nos Estados Unidos.

Até agora foram tratadas as relações dos incentivos como mitigadores de conflitos de agência, instrumentos de alinhamento de *performance* e reguladores do nível de exposição ao risco estratégico da empresa. A partir do próximo capítulo, será

abordada a última relação dos incentivos com os riscos em nível estratégico da empresa.

5 O RISCO SOB A PERSPECTIVA DAS POLÍTICAS DE INCENTIVO

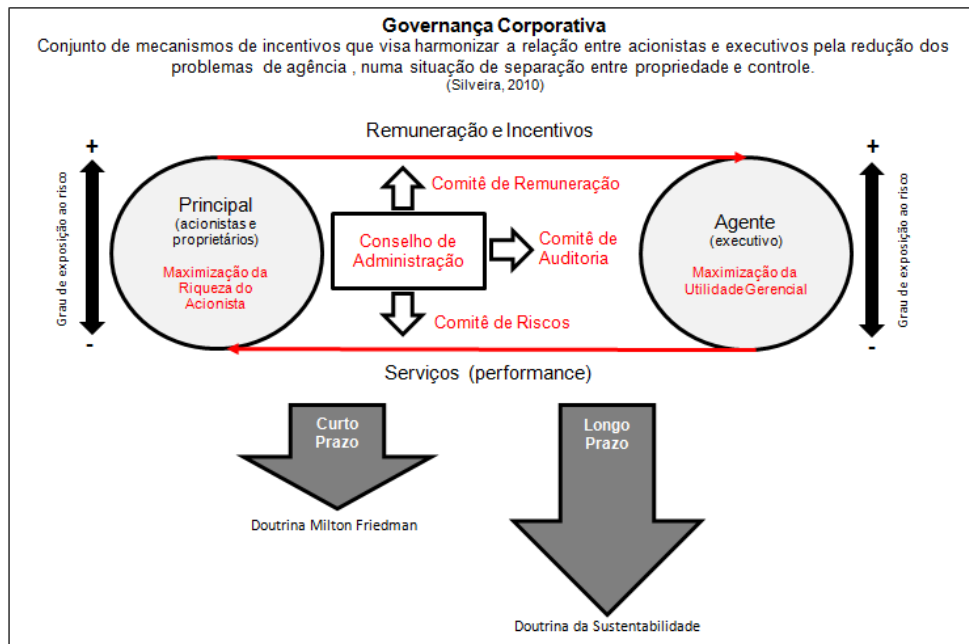
Segundo Bernstein (1997), o verbo arriscar, no dicionário, significa “exposição à sorte ou perigo”, contudo, os chineses combinam dois símbolos, o de perigo e o de oportunidade. Cada investidor tem que fazer uma análise de custo/benefício entre as recompensas que potencialmente vem com as oportunidades e os riscos decorrentes do perigo.

Conforme o Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos do IBGC (2011), o termo risco é proveniente da palavra *risicu* ou *riscu*, em latim, que significa ousar (*to dare*, em inglês). Costuma-se entender *risco* como possibilidade de “algo não dar certo”, mas seu conceito atual envolve a quantificação e qualificação da incerteza, tanto no que diz respeito às “perdas” como aos “ganhos”, com relação ao rumo dos acontecimentos planejados, seja por indivíduos, seja por organizações.

A aplicação do conceito de risco no contexto empresarial requer a definição de indicadores de desempenho (geração de fluxo de caixa, valor de mercado, lucro, reclamações de clientes, quebras operacionais, fraudes, entre outros) associados a níveis de volatilidade, ou seja, à variação dos resultados em torno de uma média. Essas possibilidades, tanto de ganho como de perda, que podem ter causas de natureza externa (ambiente competitivo, regulatório, financeiro) ou de natureza interna (diferencial tecnológico, controles, capacitações, conduta e incentivos monetários e não-monetários) são oriundas do contexto em que cada organização atua.

Desta forma, a partir deste capítulo, e na figura 12, os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa estão sendo completados com a regulação da exposição ao risco em que principal e agente estão incorrendo, provenientes da relação das políticas de incentivo com os objetivos e metas de *performance* da empresa, e se estas são de curto ou longo prazo. Ainda neste capítulo serão apresentados os tipos de riscos e a natureza destes, sendo a exposição ao risco estratégico oriundo da regulação entre as políticas de incentivo e a expectativa de *performance* dos acionistas e proprietários.

Figura 12: Os mecanismos internos da Governança Corporativa relacionadas entre incentivos e *performance*: Regulagem da exposição ao risco entre o principal e para o agente



Fonte: Adaptado de SILVEIRA (2010) e Damodran (2009).

5.1 TIPOS DE RISCO

Dentre os vários critérios alternativos para a classificação dos riscos, há dois componentes que se interrelacionam:

- Pessoas – principalmente como causas;
- Reputação – principalmente como consequência – do bom ou mau gerenciamento dos riscos.

O risco associado às Pessoas é um componente causal presente na grande maioria dos riscos da organização. Por exemplo, a falha na formulação de objetivos claramente entendidos, aceitos e positivamente concatenados dentro da organização, e seu alinhamento através do pacote de incentivos (monetários e não-monetários) são um risco que acarreta perda de sinergia e valor empresarial. Por outro lado, a eficácia e eficiência na formulação e/ou execução desses objetivos, e bem alinhados aos prêmios, acarretarão ganho de sinergia e de valor empresarial.

Os eventos que podem atingir criticamente a reputação da organização – em geral denominados “*risco reputacional*” ou de “*imagem*” – na verdade não se

constituem num tipo específico de risco, mas sim, numa consequência do mau gerenciamento dos riscos, que torna-se público. Exemplo: o impacto negativo sofrido por uma empresa de marca valiosa acusada de práticas tais como o uso de material tóxico para produção de bens, contratação de fornecedores com práticas trabalhistas condenáveis, etc. O impacto negativo sofrido por essa empresa, de marca forte, pode causar impacto positivo nas empresas concorrentes.

Desta forma, o Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos (2011) fornece um exemplo de classificação, tipos e natureza dos riscos. Os tipos dependem do setor da economia em que a empresa esta inserida. Os tipos mais comuns a qualquer setor estão representados na coluna “tipos” do quadro 5.

Quadro 5: Quadro Exemplo de Categorização e Tipos de Riscos

		Tipos	Natureza dos Riscos		
			Estratégico	Operacional	Financeiro
origem dos eventos	Externo	Macroeconômico			
		Ambiental			
		Social			
		Tecnológico			
		Legal			
	Interno	Financeiro			
		Ambiental			
		Social			
		Tecnológico			
		Conformidade			

Fonte: Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos (2011).

Com relação à natureza dos riscos, eles podem ser de natureza Estratégica, Operacional ou Financeira. Isto é definido em função das áreas da organização que são afetadas pelos eventos. Cabe mencionar que os riscos podem pertencer a categorias distintas, e, em alguns casos, poderão se encaixar em duas ou até mesmo em todas as categorias concomitantemente.

As políticas de incentivos aplicadas a executivos e a regulamentação feita pelos conselhos de administração afetam os riscos de natureza estratégica, com origem interna. Desta forma, os impactos estarão na alta administração da empresa, nos gestores que trabalham na definição e execução das estratégias da empresa.

5.2 RISCO ESTRATÉGICO

O Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos (2011) conceitua que os objetivos estratégicos orientam como a organização deverá trabalhar para criar valor a todos que investiram na organização, o que depende crucialmente do perfil de riscos corporativos. A definição do perfil de riscos é prerrogativa do conselho de administração, que, por sua vez, reflete a posição dos acionistas. O perfil de riscos significa em quanta exposição ao risco se aceita incorrer, o que envolve tanto o nível de apetite quanto o de tolerância a riscos.

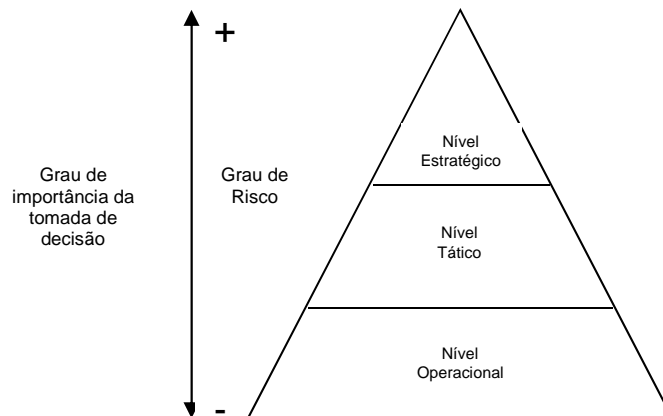
Conforme Kaplan (2009), os riscos estratégicos estão associados à tomada de decisão da alta administração e podem gerar perda substancial no valor econômico da organização. Os riscos decorrentes da má gestão empresarial muitas vezes resultam em fraudes relevantes nas demonstrações financeiras. Exemplos: falhas na antecipação ou reação ao movimento dos concorrentes causadas por fusões e aquisições; diminuição de demanda do mercado por produtos e serviços da empresa causada por obsolescência em função de desenvolvimento de novas tecnologias/produtos pelos concorrentes.

A exposição ao risco estratégico possui umnexo causal com a tomada de decisão. Onde há tomada de decisão, há um risco envolvido, por consequência, um retorno esperado. Racionalmente, a tomada de decisão em empresas é feita por pessoas, em alguns casos por comitês, *boards*, conselhos, enfim, por profissionais que representam e executam as estratégias da empresa.

Como o risco está atrelado à tomada de decisão, percebe-se que há níveis de risco nas empresas, que dependem do grau de importância da tomada de decisão. Em uma escala hierárquica, pode-se considerar que o grau de maior importância de tomada de decisão está no nível estratégico da empresa, conseqüentemente, o maior nível de risco envolvido. A figura 13 representa esta relação.

O nível estratégico é formado pelos executivos chefes (CEO, CFO, presidentes, diretores, etc.) que definem a estratégia da empresa, tomam as principais decisões, desta forma, expõem a empresa aos fatores de maior risco. Conseqüentemente, estes são os mais bem remunerados da empresa e possuem uma política de incentivos dedicada a eles.

Figura 13: Grau de risco conforme os níveis de decisão da empresa.



Fonte: Adaptado de Vieito *et al.* (2009).

5.3 AS POLÍTICAS DE INCENTIVO E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO

Conforme visto no capítulo inicial, no tópico sobre a maximização da utilidade gerencial, o comportamento natural de gestores e executivos é de aversão ao risco, principalmente se este executivo é dependente do seu emprego e o incentivo é baseado em salário fixo. Por outro lado, as políticas de incentivo avançaram como forma de mudar este comportamento e incentivar os executivos a exporem-se de forma mais agressiva a projetos de maior retorno para empresa e para ele. Como, no geral, estes projetos são patrocinados em nível da alta administração, estes riscos envolvidos são estratégicos. Segundo Chava e Purnanandam (2010), e Coles *et al.* (2003), as decisões estratégicas mais usuais em que incentivos impactam na exposição ao risco são: Alavancagem da empresa (*debt maturity*), Investimento em ativos tangíveis, Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), Despesas de capital (*capital expenditures*), Foco em segmento de negócios, Balanceamento de caixa (*cash balance*) e outros não tão comuns. Resumindo: impactam em políticas de investimento e da dívida.

Assim, a aversão ao risco de executivos que permitirem proteção às empresas contra riscos específicos, poderá reduzir o número daqueles bons investimentos que seriam rejeitados, ou por causa da aversão ao risco ou em função da falta de acesso ao capital. Este comportamento levará ao baixo nível de investimento em ativos, baixo endividamento, maior diversificação do negócio e maiores despesas com capital. Também poderá reduzir, consideravelmente, os investimentos em P&D.

Conforme Damodaran (2009), a chave para o sucesso em se assumir riscos está em garantir que aqueles que expõem a empresa ao risco tomem decisões com uma única mentalidade: aumentar o valor das empresas. Se os interesses dos tomadores de decisão não estiverem alinhados ao dos proprietários, é inevitável que a empresa fique exposta a alguns riscos desnecessários, e não a outros que deveria explorar.

Empresas cujos gestores tem pequenas cotas ou mesmo nenhuma participação no patrimônio e que tomam decisões para seu próprio interesse, geralmente, tendem a assumir poucos riscos, pois os agentes de decisão tendem a lucrar pouco com efeitos positivos do risco. Estes investem de forma mais conservadora, tem tendência de tomar menos empréstimos, e, com isso, a empresa ser menos alavancada, retendo maior volume de caixa.

Por outro lado, agentes que tem participação relevante em empresas, também chamados de *insiders*³⁸, atuam entrincheirados e também tendem a assumir poucos riscos, segundo Damodaran (2009), por três razões:

- a) Os principais tomadores de decisão tem maior parte de sua riqueza vinculada à empresa;
- b) Os administradores que redirecionam os recursos de uma companhia para seus próprios bolsos comportam-se como credores e estarão, portanto, menos propensos a assumir riscos;
- c) As empresas que dependem mais dos bancos para obter financiamentos do que do mercado de capitais tendem a assumir menos riscos, pois os bancos restringem a exposição ao risco.

Em relação às empresas que concedem *Stock Options* aos seus executivos, Coles *et al.* (2003) e Shapiro (2012) encontraram uma forte relação do uso de opções de ações com estratégias mais arriscadas. Isto devido às opções aumentarem em valor à medida que a volatilidade aumenta. Esta volatilidade, que aumenta o risco, pode tanto piorar a situação da empresa quanto aumentar o valor da ação. Desta forma, executivos que tenham posse de *Stock Options* poderão ganhar maiores

³⁸ *Insiders* são sócios, credores ou indivíduos que possuam participação na empresa e da gestão.

rendimentos devido à volatilidade da ação, e escolherão estratégias consideradas de maior exposição, entre elas:

- Maior investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D);
- Maior foco em poucas linhas de negócio;
- Maior alavancagem financeira;
- Menor sobra de caixa; e
- Menor investimento em propriedades, equipamentos e plantas.

As evidências da pesquisa de Coles *et al.* (2003) concluem que, quanto maior a sensibilidade da volatilidade das Opções de ações no pacote remuneratório do executivo, mais o incentivará a empreender em ativos de risco e implementar uma política mais agressiva de dívida na empresa. Caso esta volatilidade seja menor, o incremento do pacote remuneratório do executivo será menor, levando-o a empreender com menor risco nestas políticas estratégicas. Uma análise do comportamento de executivos principais, entre 1992 e 1999, demonstrou que maiores ofertas de ações estão associadas a uma maior volatilidade nos preços de ações nos anos subsequentes.

Conforme Damodaran (2009), esta condição de redução na volatilidade de *Stock Options* é uma forma de reduzir a exposição ao risco e demonstra que este instrumento talvez não seja tão eficaz para incentivar o executivo ao risco. Os Conselhos de Administração também podem reduzir esta exposição, regulando as escolhas estratégicas do executivo, a fim de que estas escolhas impactem menos na volatilidade das ações, reduzindo o risco exposto pelos acionistas ou proprietários.

Por outro lado, a crescente aplicação de ações restritivas (*Restricted Stocks*), do ponto de vista da exposição ao risco estratégico, reduz a exposição de curto prazo e valoriza estratégias e exploração de riscos de longo prazo. O desafio, neste ponto, é o mix de *Stock options* e *Restricted Stocks*, além de que ambas enfrentam os mesmos problemas de valor econômico prejudicial ao acionista e proprietário. O excesso de *Restricted Stocks* pode levar o executivo a diversificar os seus investimentos e a reduzir o risco significativamente.

O uso de *Bonus Plan* para incentivar a riscos, como são prêmios por desempenho no exercício anual ou acumulativo (PLP), na prática, falha no seu

processo, conforme abordado por Jensen e Murphy (2004; 2011)³⁹. O Processo não é eficaz, pois é um processo de negociação e não de resultados. Com é formatado na base do cumprimento de orçamento e metas (e no desempenho do ano anterior), estas são discutidas entre executivos e Conselhos de administração, ou seja, é um processo de negociação. Neste ponto, o comportamento do executivo é de defender resultados menores do que poderia fazer, expor-se menos ao risco de oportunidades e ainda punir quem superar as metas definidas no plano, pois no próximo ano será usada como base na negociação. Desta forma, incentiva uma relação não ética, não incentiva riscos saudáveis e prejudica a *performance* da empresa.

Por fim, Kini e Williams (2011) e Chava e Purnanandam (2010) abordam o incentivo de carreira, sucessão e de promoção como forma de incentivo à exposição ao risco. Em pesquisa realizada, as vantagens deste tipo de políticas são: menor custo que as políticas pecuniárias e maior eficácia no alinhamento da cultura da empresa. Este tipo de política requer mais tempo para execução e é de médio e longo prazo. Para o caso de CEO e CFO, a possibilidade de sucessão ou de promoção é para o Conselho de Administração da empresa, nos casos em que este é independente. Para os diretores e outros vice-presidentes (VP), a possibilidade de ascender ao cargo de CEO é através da política de concorrência para o posto. Esta política é aplicável tanto para resultados de curto como de longo prazo.

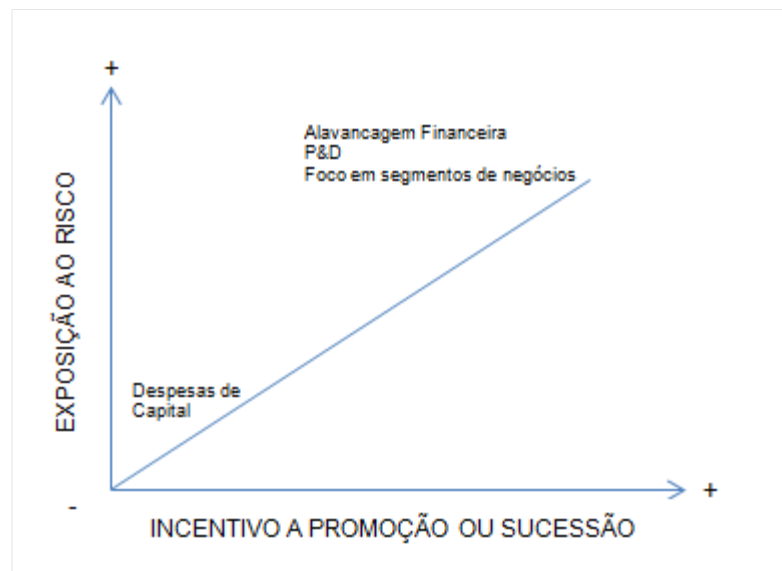
Os resultados da aplicação de políticas de promoção e sucessão, quanto mais bem sucedidas, induzem os principais executivos a algumas estratégias de maior risco e de maior agressividade. Conforme a figura 14, as estratégias que expõem com mais riscos a empresa, através desta política de incentivo, são uma maior alavancagem financeira, maior investimento em Pesquisa e Desenvolvimento e menor diversificação do negócio, ou seja, foco em poucos segmentos. Por outro lado, as despesas de capital devem induzir um comportamento de menor risco. Este tipo de política foi chamada por eles de *"tournament incentive"*. Desta forma, é uma competição aberta com candidatos a um posto, no entanto, sem definição prévia. Outro elemento importante é o prêmio. A diferença da remuneração entre os níveis

³⁹ Conforme Jensen e Murphy (2011), o Bônus Plan é um componente que incentiva o executivo "a mentir". É um processo definido pelo executivo em negociação com o Conselho e acionistas ou proprietários. A assimetria de informação é usada de forma a reduzir as possibilidades de resultados mais convenientes ao executivo. Caso a empresa atinja as metas, o próximo ano será exigido a melhoria em relação ao ano anterior, levando o executivo ao comportamento de "defesa" e aversão ao risco.

deve ser significativa, a fim de ser elemento motivador remuneratório. Caso sejam muito próximos estes níveis, pode levar ao nível logo abaixo a percepção de que o prêmio seja insuficiente para a exposição ao risco estratégico.

A desvantagem é quando a posição é aberta e um dos candidatos assume. O *tournament*⁴⁰ termina e deverá ser iniciado outro *tournament*. Os diretores e VPs⁴¹ que não ascenderam poderão estar desmotivados e podem ser induzidos a correr menos riscos. O normal seria iniciar com novos participantes, mas nem sempre isto é possível. Os *tournaments* não mantem a motivação e o risco no longo prazo, podendo perder a atratividade. A questão será encontrar outras formas de incentivar estes candidatos à exposição aos riscos, sendo, desta forma, inevitável a forma remuneratória.

Figura 14: Nível de remuneração e assunção de riscos



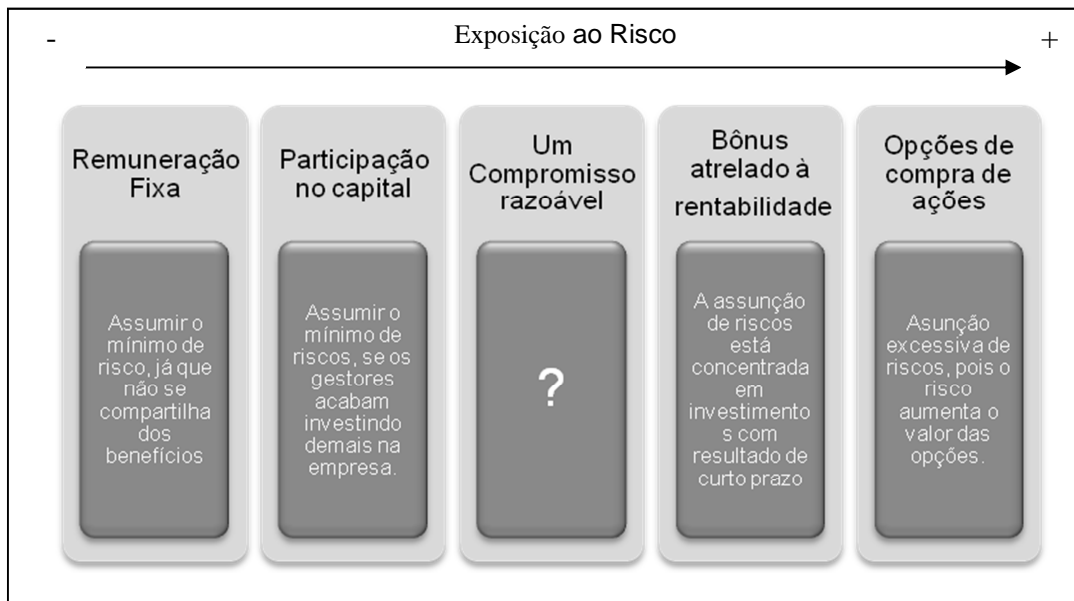
Fonte: Adaptado Kini e Williams (2011).

Portanto, as empresas que logram vantagem com a assunção de riscos não o fazem por acaso. Segundo Damodaran (2009), as organizações que tem êxito ao assumir riscos apresentam, entre os principais atributos, mecanismos de incentivos para punir assunção de riscos equivocada e encorajar a boa assunção de riscos, e empresas que possuem uma cultura organizacional que as leva a assumir riscos de maneira sensata e estruturada. Na figura 15 é apresentada uma escala das principais formas de incentivo remuneratório em relação à exposição ao risco.

⁴⁰ Tournament significa torneio que dará um prêmio ao vencedor.

⁴¹ Vice-Presidentes.

Figura 15: Nível de remuneração e assunção de riscos



Fonte: Damodaran (2009).

5.4 O PAPEL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO

A Governança Corporativa tem assumido uma relevância importante, pois o controle e a forma de incentivos aos agentes de decisão da empresa podem levar empresas a assumirem menos ou mais riscos, regulando a exposição da empresa. Empresas com menor controle dos proprietários, e que atuam sob um alto grau de governança corporativa tendem a correrem maiores riscos em todas as operações. Para afirmar esta condição, Litov *et al.* (2004) avaliaram empresas coreanas em sequência à crise financeira da Coréia de 1997, e descobriram que as empresas com maior poder concentrado nos investidores estrangeiros sofreram menor redução de valor do que aquelas em que preponderava o controle de proprietários e grupos familiares.

Segundo Charan (2009), o nível de exposição de risco depende basicamente do desempenho de seus conselhos de administração. Um conselho deve encorajar o CEO e executivos seniores a assumirem riscos. No entanto, o conselho deve avaliar e gerenciar os riscos, através dos comitês de risco.

Estes comitês de risco trabalham em conjunto com o comitê de auditoria e de forma independente. Muitas vezes, o comitê de auditoria pode estar comprometido somente com os riscos de auditoria, por isso, o comitê de risco deve ter um escopo

mais amplo, abrangendo desde os riscos operacionais até os estratégicos, políticos, geopolíticos e financeiros. O conselho de administração deve estar preparado para avaliar, pelo menos uma vez ao ano, os riscos aos quais a companhia está exposta, e o comitê de risco deve ter reuniões periódicas para atualização.

No entanto, Charan (2009) cita uma importante atividade do comitê de risco, que é promover a cultura ética da empresa. A exposição pública da empresa por escândalo ético pode influenciar na impressão frente aos clientes e consumidores. O CEO é o retrato da empresa, e o conselho e comitê de risco devem exigir o comportamento ético do mais elevado padrão. Os incentivos não podem motivar executivos a se envolverem em subornos ou fraudes. A imagem da empresa e o seu valor estão também avaliados pela forma como conduz seus negócios, representada pelos seus executivos.

Para finalizar o capítulo e a teoria abordada pela bibliografia, na sequência tem-se um resumo sobre a relação dos tópicos abordados com o objetivo do trabalho e os principais autores que basearam o mesmo.

5.5 PRINCIPAIS REFERENCIAIS TEÓRICOS

O quadro 6 apresenta um resumo dos principais autores utilizados para o desenvolvimento do referencial teórico deste trabalho, relacionando, ainda, as contribuições de cada assunto abordado para o alcance dos objetivos gerais e específicos.

Quadro 6: Resumo de tópicos e principais referências pesquisadas

Título: "POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO: O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO".				
Objetivo Geral: Investigar a percepção dos conselheiros de administração, em relação à exposição ao risco estratégico da empresa determinado pela implementação de políticas de incentivos aos seus principais executivos.				
Capítulo	Assunto	Tópicos Abordados	Contribuição para o objetivo	Principais autores
2	Teoria da Agência	A Teoria da Agência - O dilema Agente - Principal 2.1.Custos de agência 2.1.1.Custos de agência e assimetria de informação 2.2.A maximização da Utilidade Gerencial e a exposição ao risco 2.3.Mitigação dos custos de agência 2.4. Comentários síntese	Justifica a importância da política de incentivos como mitigador de custos de agência, alinhador de interesses e motivador do executivo para empreender em projetos de maior retorno e complexidade, ou seja, expor-se à maiores riscos.	Jensen e Meckling (1976) Jensen (1986) Silveira (2010) Smith e Stulz (1985)
3	Governança Corporativa	Governança Corporativa e o Conselho de Administração 3.1.Definição de Governança Corporativa 3.1.1.Governança Corporativa no mundo 3.1.2.Governança Corporativa no Brasil 3.1.3. Comparação entre níveis de Governança 3.2.Teoria da maximização da riqueza dos acionistas 3.2.1. A Doutrina Milton Friedman: A RSE 3.2.2. Valoração da ação no curto prazo 3.2.3. A Doutrina da Sustentabilidade 3.2.4. Valoração da ação no longo prazo 3.3. Conselho de Administração 3.3.1. O Conselho de Administração e a Performance da Firma 3.4. Os Comitês do Conselho de Administração 3.4.1. O Comitê de Remuneração e Incentivos 3.4.2. O Comitê de Auditoria e de Riscos 3.5.Comentários síntese	Apresentar quem define e controla as políticas de remuneração e incentivos a executivos (Conselho de Administração e Comitês de remuneração e incentivos). As implicações que influenciam na definição das políticas de incentivos, entre elas: expectativa dos acionistas, doutrina de valorização da empresa e o apetite pelo risco. O cenário no mundo e no Brasil das melhores práticas de Governança Corporativa e das políticas de remuneração e incentivos nos demais mercados. Importante para nortear a entrevista e posicionar o nível da Governança Corporativa no Brasil.	Silveira (2010) Ram Charan (2009, 2010) Guia para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração IBGC (2011) Andrade <i>et al.</i> (2009) Moreira <i>et al.</i> (2009) Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2010) Barton (2011) Wells (2009) Friedman (1970) Damodaran (2009) La Porta <i>et al.</i> (2000) Lodi (2000) Guia IBGC para orientação sobre Gerenciamento de Riscos Corporativos Larcker <i>et al.</i> (2005)
4	As Políticas de Incentivo	Políticas de Incentivo 4.1. Histórico das Políticas de Incentivo 4.2. Os Componentes Formadores de Pacotes de 4.2.1. O Salário Base 4.2.2. Plano de Bônus Anual 4.2.2.1. Os Problemas do Plano de Bônus Anual 4.2.3. Stock Options 4.2.3.1. Os Problemas de Stock Options 4.2.4. Outros Componentes 4.3. A Relação Política de Incentivo e Performance da empresa. 4.4. Argumentos contra as políticas de incentivo por performance. 4.5. Comentários síntese	O que são as políticas de incentivo, o histórico de formação e as demandas que levaram ao surgimento destas. A interrelação entre as políticas de incentivo e a <i>performance</i> das empresas, e as consequências no mecanismo de Governança Corporativa. Os tipos de componentes que formam estas políticas, definidos pelos Conselhos de Administração, com os objetivos e as desvantagens na aplicabilidade destes em conjunto ou de forma singular.	Silveira (2010) Murphy (1999) Jensen e Murphy (2004) Vieta <i>et al.</i> (2009) Kini e Willians (2011) Shleifer e Vishny (1997) Kole (1997) Murphy e Hall (2003) Guia para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração IBGC (2011) Damodaran (2009) Stern (2008) Frey e Osterloh (2012) Ram Charan (2010)
5	Risco	O Risco 5.1.Tipos de risco 5.2.O risco estratégico 5.3. As Políticas de Incentivo e a exposição ao risco estrat. 5.4.O Conselho de Administração e a exposição ao risco estratégico 5.5. Comentários síntese	A relação de incentivos e <i>performance</i> da empresa resultará em um nível maior ou menor de exposição ao risco estratégico da empresa. O apetite ao risco do acionista refletida através do Conselho de Administração, e o papel deste como regulador e controlador deste nível.	Kini e Willians (2011) Damodaran (2009) Guia para Planejamento de Sucessão, Avaliação e Remuneração IBGC (2011) Bernstein (1997) Silveira (2010) Kaplan (2009) Coles <i>et al.</i> (2003) Chava e Pumanandam (2010) Shapiro (2012) Litov <i>et al.</i> (2004) Jensen e Murphy (2004 e 2011) Charan (2009)

Fonte: Elaboração do autor.

5.6 COMENTÁRIOS SÍNTESE

Neste capítulo foi abordado o uso das políticas de incentivo para expor a riscos estratégicos os tomadores de decisão, que, neste caso, são os principais executivos da empresa. Para isto, foi feita a definição breve sobre o risco, a tipologia e natureza, até conceituar o risco estratégico da empresa, no qual as políticas de incentivo dadas a executivos tem o maior impacto.

Por fim, foi tratada detalhadamente a forma como os incentivos impactam na tomada de decisão sobre risco e as estratégias que são impactadas dependendo dos componentes do pacote definido, como *Stock Options*, *Bonus Plan* e *Tournament Incentives*, além da importância do Conselho de Administração na regulação do apetite pelo risco. Desta forma, são complementados os mecanismos de funcionamento da Governança Corporativa através do uso de políticas de incentivo.

A partir de agora serão apresentadas a metodologia de pesquisa e aplicação das entrevistas, com a respectiva análise e apresentação dos dados coletados em campo, com conselheiros de administração.

6 MÉTODO

Neste capítulo é apresentado o método aplicado nesta pesquisa, bem como os principais referenciais teóricos utilizados. Através do objetivo de investigar sobre a exposição ao risco estratégico proveniente da aplicação de políticas de incentivo e remuneração, o método de pesquisa tem a finalidade de captar, analisar e compreender as percepções dos entrevistados a respeito da problemática, e fornecer abordagens consolidadas a respeito do assunto.

6.1 METODOLOGIA DE PESQUISA PARA ALCANCE DAS PERCEPÇÕES DE CONSELHEIROS

A metodologia de pesquisa que suporta este trabalho é do tipo qualitativa exploratória, sendo do ponto de vista de investigação de campo e bibliográfico.

A abordagem qualitativa é utilizada neste trabalho de pesquisa por ser não-estruturada, pois, através de associação de palavras e entrevistas analíticas provem percepções e compreensão do problema abordado, conforme Malhotra (2006). Além disto, a natureza de pesquisa do tipo exploratória é um tipo de concepção de pesquisa que tem como principal objetivo ajudar a compreender a situação-problema enfrentada neste trabalho de pesquisa. Ela é usada neste caso a fim de definir o problema com maior precisão, identificar cursos relevantes de ação ou obter dados adicionais antes de poder desenvolver uma abordagem.

A pesquisa bibliográfica tem o objetivo de obter base de trabalhos anteriores, nacionais e internacionais, a respeito de Teoria da Agência, Políticas de Incentivo, Governança Corporativa e Riscos, e que forneça subsídios para questionamentos e informações atualizadas a serem utilizadas na pesquisa de campo.

Segundo Andrade (2001, p.127):

a pesquisa de campo é desta forma denominada porque a coleta de dados é efetuada em campo, onde ocorrem espontaneamente os fenômenos, uma vez que não há interferência do pesquisador sobre eles.

A pesquisa de campo é utilizada com o objetivo de conseguir informações ou conhecimentos acerca do problema para o qual se procura uma resposta, percepções e opiniões sobre a exposição aos riscos estratégicos em consequência de incentivos

dados a executivos, ou, ainda, comprovar novos fenômenos, no caso, as relações entre incentivos e os demais componentes do mecanismo de Governança Corporativa.

6.2 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

Na pesquisa de campo, a técnica de coleta de dados deu-se através de entrevistas em profundidade, aplicadas a cinco conselheiros de administração, que atuam ou atuaram em empresas de capital aberto, e com larga experiência em Governança Corporativa, políticas de incentivo e controle de riscos corporativos e estratégicos. Estes conselheiros serão as unidades de análise para alcance dos objetivos do trabalho. A entrevista em profundidade é formada por perguntas não estruturadas, segundo Malhotra (2006), consiste em perguntas abertas, às quais o entrevistado responde com suas próprias palavras, também conhecidas como perguntas de livre resposta. Este tipo de pergunta permite ao entrevistado expressar atitudes e opiniões gerais. As perguntas não estruturadas tem uma influência tendenciosa muito menor sobre a resposta do que as perguntas estruturadas, abrindo, para os entrevistados, a possibilidade de expressar quaisquer opiniões e pontos de vista, sendo muito adequada para esta pesquisa.

Ainda conforme Malhotra (2006), as aplicações das entrevistas em profundidade são: para discussão de tópicos confidenciais, delicados ou embaraçosos (finanças pessoais, etc.); compreensão detalhada de um comportamento complicado; entrevista com profissionais renomados, entre outros, conforme este trabalho de pesquisa se apresenta. A maior vantagem está em comparação ao grupo de foco, pois não há pressão social ou tendência de grupo ao entrevistado, e a troca de informações é livre.

A coleta de dados, realizada neste trabalho, se deu através de entrevista em profundidade e foi planejada para durar entre sessenta e setenta minutos. O entrevistador procurou seguir um esquema predeterminado, conforme apêndice 1 deste trabalho. A ordem de formulação das perguntas foi influenciada pelas respostas do entrevistado, e a sondagem teve importância decisiva para a obtenção de respostas significativas e para desvendar questões ocultas. Os conselheiros

abordaram o assunto de forma discursiva explicativa⁴², impondo ao entrevistador uma adaptabilidade no desenvolvimento da entrevista. A liberdade para os entrevistados apresentarem suas opiniões e explicações sobre conflitos de agência, governança corporativa e políticas de incentivo e remuneração levava a estratégia de entrevista a ser dinâmica, e o roteiro, diferente para cada entrevistado.

6.3 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

A fim de realizar a análise de dados coletados na entrevista, o método adotado é de análise textual discursiva. Segundo Moraes e Galeazzi (2006), a análise textual discursiva é uma abordagem de análise de dados que transita entre duas formas consagradas de análise na pesquisa qualitativa, que são a análise de conteúdo e a análise de discurso. Existem inúmeras abordagens entre estes dois polos, que se apóiam, de um lado, na interpretação do significado atribuído pelo autor, e, de outro, nas condições de produção de um determinado texto.

A análise textual discursiva é descrita como um processo que inicia-se com uma unitarização em que os textos são separados em unidades de significado. Estas unidades, por si mesmas, podem gerar outros conjuntos de unidades oriundas da interlocução empírica, da interlocução teórica e das interpretações feitas pelo pesquisador. Neste movimento de interpretação do significado atribuído pelo autor exercita-se a apropriação das palavras de outras vozes para compreender melhor o texto. Depois da realização desta unitarização, que precisa ser feita com intensidade e profundidade, passa-se a fazer a articulação de significados semelhantes em um processo denominado de categorização. Neste processo, reúnem-se as unidades de significado semelhantes, podendo gerar vários níveis de categorias de análise. A análise textual discursiva tem, no exercício da escrita, seu fundamento enquanto ferramenta mediadora na produção de significados, e, por isso, em processos recursivos, a análise se desloca do empírico para a abstração teórica, que só pode ser alcançada se o pesquisador fizer um movimento intenso de interpretação e produção de argumentos. Este processo todo gera meta-textos analíticos que irão compor os textos interpretativos.

⁴² Discursiva explicativa é a forma do desenvolvimento das respostas dadas pelos entrevistados, explanando sobre o assunto de forma geral e específica.

Após a aplicação das cinco entrevistas, foi iniciada a análise de dados, conforme o método delineado. O primeiro passo foi de fragmentação, unitarização e categorização do corpo do material discursivo proveniente do conjunto de entrevistas. A partir disto, construíram-se meta textos, para análise interpretativa dos sentidos e significados das entrevistas fornecidas pelos conselheiros de administração. Assim, as descrições de análise textual ocorrem a partir das categorias construídas, sendo que descrever é apresentar as categorias fundamentando-as e validando-as a partir de interlocuções, informações e argumentos retirados dos textos.

Desta forma, com a aplicação do método a partir das entrevistas aplicadas e na fragmentação e unitarização dos textos, foram identificadas dez categorias no material do conjunto de entrevistas, sendo elas:

1. Alinhamento entre acionistas e executivos;
2. Pacotes de remuneração na mitigação dos conflitos de agência;
3. Percepção de mudanças pós 2008 em relação a incentivos e conselhos de administração;
4. Relação em empresas brasileiras entre exposição ao risco e política de incentivo;
5. Percepção sobre os comitês de Conselho de Administração;
6. Percepção dos tipos de incentivos;
7. Política de incentivo e *performance* da empresa;
8. Política de incentivo curto prazo e longo prazo;
9. Alinhamento entre política de incentivos e exposição ao risco;
10. Tendências de futuro.

Neste sentido, procurou-se constituir um meta texto que focou na análise descritivo-interpretativa para alcançar os dados de pesquisa.

6.4 SUJEITOS DA PESQUISA: OS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO

Foram sujeitos da pesquisa cinco conselheiros de administração, tendo os mesmos sido escolhidos com base nos seguintes critérios:

- Conselheiros de administração independentes, com larga experiência em conselhos de empresas de capital aberto e fechado. No quadro 7 é apresentado o perfil de cada entrevistado;
- Pelo menos dois com experiência em comitês de remuneração, pessoas e RH, ou em definição de planos de incentivos a executivos;
- Vivência empresarial, principalmente com a relação acionistas e executivos.

As entrevistas feitas com os Conselheiros de Administração foram conduzidas por meio presencial, pessoalmente pelo pesquisador. O processo de preparação das entrevistas frente aos Conselheiros foi desenvolvido com base em Malhotra (2006), que afirma que, em entrevistas em profundidade, é interessante o entrevistado consultar antes as perguntas, e que o posicionamento preferencial de entrevistador e entrevistado seja frente a frente. É possível, desta forma, fazer perguntas consistentes, complexas e variadas. Para uma entrevista em profundidade que será aplicada de modo presencial, a elaboração deve ser conversacional.

O pré-teste da entrevista foi realizado para sanar possíveis problemas na entrevista com os conselheiros. Foi aplicado em dois diretores corporativos, hierarquicamente, abaixo do CEO de uma multinacional. Algumas perguntas foram reformuladas e foram definidas algumas questões para casos de inviabilidade de respostas. Como resultado final do pré-teste, foi criada a estratégia de entrevista, um roteiro que sequencia as possibilidades de caminhos que o entrevistado pode seguir. Esta estratégia consta no anexo 1 deste trabalho. Os pontos testados foram: o conteúdo da pergunta, o enunciado, a seqüência, o formato e o leiaute, dificuldade da pergunta e instruções. Os entrevistados no pré-teste não são semelhantes aos entrevistados reais, mas alcançam nas características de familiaridade e interesse sobre o assunto da pesquisa.

Após a definição das perguntas e validação no pré-teste, foram marcadas as entrevistas para a coleta de dados. A análise de dados foi por meio de análise textual discursiva, sendo analisada de forma interpretativa e por grupos de respostas em cada questão comum feita aos diferentes entrevistados. A seguir, algumas informações sobre o perfil dos sujeitos entrevistados.

Quadro 7: Resumo do perfil de cada conselheiro de administração entrevistado

#	Conselheiro	Idade	Formação	Experiência Profissional
1	A	56	Engenheiro Mecânico, com mestrado, doutorado e PhD em Finanças Corporativas.	+ 26 anos de experiência como conselheiro de administração, entre elas de capital aberto Kepler Weber, Hering e Grupo Minupar e de outras diversas de capital fechado. Consultor e professor de Governança Corporativa.
2	B	65	Ciências Contábeis, com pós graduação, especialização e extensão em auditoria e tributação.	+ 10 anos de experiência como conselheiro de administração do Grupo Unicasa, conselheiro fiscal da SLC Agrícola, Ferramentas Gerais S/A e consultor de empresas.
3	C	59	Administração de Empresas, Executive Development Program from University of Michigan Business School, de 1999 a 2000; Corporate Finance Development Program, em 2001; FGV - Internacional Business Development, em 2002; e TPS - Lean Manufacturing - Toyota, em 2007	+ 5 anos de experiência como conselheiro de administração, sendo conselheiro de administração e presidente do comitê de ética e RH da Marcopolo, CENTRUS Fund Bco Central, NORGES BANK, ex-vice-presidente para América Latina da Dana Corporation.
4	D	53	Engenheiro eletrônico, Pós-Graduação em Administração - Análise de Sistemas e em Metodologia de ensino superior, Doutorado em Sistemas de Gestão (Universidade de Liverpool, Inglaterra 1997).	+ 8 anos como conselheiro de administração e presidente do comitê de remuneração e pessoas da Forjas Taurus, Consultor de empresas.
5	E	71	Engenheiro Mecânico	Conselheiro de administração do Grupo Randon, Caribor Tecnologia da Borracha Ltda., Rudolph Usinagem de Precisão Ltda., Diretor de Associação da SAE Brasil Seção PR/SC - (Sociedade de Engenheiros da Mobilidade), Membro dos Conselhos Automotivo da Federação das Indústrias de Santa Catarina (FIESC) e Consultivo da TAC - Tecnologia Automotiva Catarinense e sócio da Consulmerc - Consultoria de Negócios do Mercosul.

Fonte: Elaboração do autor.

7 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo será apresentado o meta texto resultante das entrevistas aplicadas com os cinco conselheiros de administração, com a descrição e interlocução das categorias descritas.

7.1 AS PERCEPÇÕES DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO DA EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO PROVENIENTES DE POLÍTICAS DE INCENTIVO

Em geral, todos os conselheiros de administração iniciaram suas abordagens de forma a ceder uma perspectiva sobre como viam os conflitos de agência e o alinhamento entre acionistas e executivos nos conselhos em que atuam. Isto partiu de uma questão aberta, com a finalidade de ambientação do entrevistado. Em todos os casos, as respostas levaram a uma abordagem mais ampla e discursiva a respeito do assunto, e que consolida a primeira categoria de análise, o alinhamento entre acionistas e executivos.

7.1.1 Alinhamento entre acionistas executivos

Este alinhamento entre executivos e acionistas é consenso entre os conselheiros, além de que um sistema de metas e objetivos claros e bem definidos entre as partes, e de possível alcance para os executivos, é básico e fundamental, conforme, muito defendido por Kaplan e Norton (2009).

“Sem dúvida alguma, o primeiro passo é saber o que se quer. A partir daí, se define metas e objetivos claros para o executivo, que devem representar os anseios e interesses dos majoritários, proprietários e acionistas.” (Entrevistado A).

“...as metas e objetivos refletidos do planejamento estratégico da empresa e estes conforme os interesses de proprietários e majoritários, é um primeiro passo para que os interesses de executivo e acionistas estejam alinhados...” (Entrevistado D).

Por outro lado, cada conselheiro acrescentou outros importantes fatores para obtenção deste alinhamento, como o conselheiro B acrescentou, em sua argumentação, o sistema de avaliação e conferência destes resultados deve ser

independente e de regras muito claras, o que no Brasil ainda é muito instável, devido à intervenção do governo. Além disto, Conselhos de Administração ativos, analíticos e aprovadores de todas as estratégias implantadas pelo corpo executivo são reforçados através de citações do conselheiro C:

“Metas bonitas e claras não adiantam de nada, caso não haja um sistema de avaliação eficaz destes resultados. Os pronunciamentos do CPC⁴³ e auditorias totalmente independentes podem contribuir para melhorar isto, apesar do governo federal mudar regras frequentemente. Também os controles internos e o trabalho de definição e avaliação das estratégias, metas e objetivos por parte de conselheiros é fundamental.” (Entrevistado B).

“...o conselho deve ser eficaz na transmissão dos objetivos e, depois, muito ativo na análise e fiscalização das estratégias implementadas pelo executivo...” (Entrevistado C).

O conselheiro A argumentou que o método “*Carrot or Stick*”⁴⁴, teoria abordada por Andreoni *et al* (2002), é uma forma bem utilizada pelos conselhos para se obter do executivo o que o conselho e o principal desejam. Os incentivos nada mais são do que o *Carrot*, que poderá ser formado por vários componentes, mas que deve ser o objeto prêmio que atraia o executivo por um caminho, neste caso, por onde o conselho e o principal desejam. Por outro lado, deve haver uma punição, ou ameaças de punição, caso o caminho não seja seguido, e esta punição ou ameaça seria o *Stick*.

“Sendo franco, uma das maneiras que funciona é o método ‘Carrot or Stick’, cenoura ou vara. Você precisa premiar o cara pelas metas propostas e alcançadas, mas também deve estar clara para ele a punição que ele está ameaçado de levar, caso não o faça. A cenoura deve estar à mostra, e o conselho vai trazendo o executivo para o caminho desejado.” (Entrevistado A).

Ainda no ponto de alinhamento entre acionista e executivo, o conselheiro D apresentou um ponto de vista diferente dos demais conselheiros, seguindo em linha com Charan (2010), Kini e Williams (2011) e Chava e Purnanandam (2010), entendendo que este alinhamento seria de forma mais natural, mitigaria riscos estratégicos da empresa e conflitos de agência caso as empresas dedicassem mais

⁴³ CPC é o Conselho de Pronunciamento Contábil.

⁴⁴ *Carrot or Stick* significam cenoura ou vara.

tempo na formação de seus principais executivos. Estes executivos, formados dentro dos padrões de liderança, culturais, éticos e morais da própria empresa, forneceriam um relacionamento entre executivos e majoritários, proprietários e acionistas mais alinhado e afinado entre as partes.

“Desenvolver os seus próprios executivos, de acordo com a cultura da empresa, tipo de liderança e moral da empresa, eu enxergo como uma das formas mais eficazes de mitigar conflitos de agência e alinhar naturalmente interesses, porém, uma das mais difíceis, pois requer tempo e dedicação...” (Entrevistado D).

7.1.2 Pacotes de remuneração na mitigação dos conflitos de agência

Sob o ponto de vista dos conselheiros, há consensos na categoria que os pacotes de incentivos são importantes instrumentos para alinhamento de interesses, mitigação de conflitos de agência e regulação na exposição ao risco, no entanto, com efeitos mais evidentes em países da Europa e Estados Unidos. Na opinião do conselheiro D, é um instrumento fundamental quando a empresa não forma seus próprios executivos, sendo necessário comprometê-lo nas estratégias de interesse dos acionistas. Quando isto não é possível, uma saída é comprometer o executivo concedendo a ele parte da empresa, tendo-se, desta forma, a remuneração por *Stock Options*, ações, etc.

“Os pacotes remuneratórios passam a ser fundamentais quando a empresa necessita buscar seus principais executivos no mercado, ou porque não o faz internamente ou porque o crescimento da empresa tem sido maior que a capacidade de formar, mas de qualquer forma, a empresa necessitará de instrumentos para alinhar interesses.” (Entrevistado D).

No entanto, no Brasil, há vários fatores que tornam ineficaz o uso de política de incentivo, na opinião dos Conselheiros. A legislação trabalhista (CLT⁴⁵) e tributária (IR⁴⁶), complexa e antiga, intervenção governamental e práticas de governança ainda não adequadas. Isto torna o Brasil um caso de peculiaridade específica, não constante em bibliografia.

⁴⁵ Consolidação das Leis Trabalhistas, decreto lei 5452/43.

⁴⁶ IR significa Imposto de Renda, baseado na lei complementar nº7/70.

“São importantes, mas sozinhos não funcionam. Para mitigar os conflitos de agência devem ser combinadas com controles e monitoramento, por parte do conselho de administração, auditorias eficazes e sinergia entre conselho e executivo.” (Entrevistado E).

“Nas empresas brasileiras é difícil trabalhar remuneração e incentivos desta forma, por alguns aspectos, porque as empresas não focam em recursos humanos, principalmente na alta gestão, com algumas exceções. Por outro lado, a legislação trabalhista impede de usar alguns instrumentos fora da CLT, neste caso, stock options, ações, benefícios pecuniários e outras formas. Não é claro, por exemplo, como declarar ações e stock options para o imposto de renda, mas como é remuneração devia estar na folha de pagamento, deveria incidir INSS, FGTS, e outros benefícios, e geralmente não está. Veja o risco trabalhista e fiscal para a empresa.” (Entrevistado A).

“Na prática, stock option e ações deveriam ser tributadas como ganho de capital e não sobre os rendimentos no exercício fiscal... simplesmente, não pode ser eficaz causando um risco de dano ao acionista ou majoritário.” (Entrevistado B).

7.1.3 Percepção de mudanças pós 2008 em relação a incentivos e conselhos de administração

A percepção dos conselheiros sobre mudanças pós 2008, em relação a incentivos e conselhos de administração, consolida a terceira categoria de análise. Nesta condição, o consenso prevalece sobre a perspectiva de que as mudanças no Brasil estão no campo da Governança Corporativa, na melhoria da qualidade dos conselhos de administração, mais ativos e com a presença cada vez maior de conselheiros independentes. A contribuição pós 2008 do IBGC e a aplicação de melhores práticas de Governança Corporativa, trazendo mais transparência para as empresas de capital aberto, e uma atenção muito maior à gestão de riscos e monitoramento, e controle das estratégias da empresa, passaram a ser as principais mudanças. Com relação às políticas de incentivo, as mudanças são poucas, no entanto, as empresas brasileiras mais internacionalizadas estão passando a aumentar as parcelas de remuneração variável através da concessão de *Stock Options*.

“As principais mudanças estão nas práticas de Governança Corporativa e na gestão dos riscos nas empresas.” (Entrevistado E).

“Os comitês e matrizes de risco são pauta mais frequente nas reuniões de conselho.” (Entrevistado A).

“Aumento da transparência das empresas, principalmente de capital aberto”. (Entrevistado C).

7.1.4 Relação em empresas brasileiras entre exposição ao risco e política de incentivo

Já os conselheiros A, B, D e E entendem que a quarta categoria, sobre a relação em empresas brasileiras entre exposição ao risco e política de incentivo, é uma relação baixa, pois, na sua opinião, os escândalos pós 2008 em empresas brasileiras de capital aberto estão mais relacionadas à má gestão e a problemas de Governança Corporativa, principalmente por conselhos de administração pouco ativos e omissos. O conselheiro B enfatizou que os pacotes de incentivo são considerados riscos de baixa probabilidade, e, por isso, não são monitorados pelos conselhos de administração.

“Nos conselhos em que tenho participado, os pacotes de incentivo são considerados um risco de baixa probabilidade, e não se pode afirmar que os escândalos tenham relação com o grau de risco inserido em incentivos aos executivos.” (Entrevistado B).

“Os problemas em empresas X ou Y, desde 2008, até onde nós sabemos, são problemas de Governança Corporativa e não de incentivos. Estas empresas tinham conselhos de administração passivos, pouco efetivos.” (Entrevistado E).

7.1.5 Percepção sobre os comitês de conselho de administração

Conforme os conselheiros A, B e E confirmam, os comitês de risco tem tornado-se muito populares nos conselhos de administração. Os comitês de remuneração, pessoas ou RH ainda são exceções e fazem parte de um pequeno número de empresas de capital aberto. As empresas que possuem ambos os comitês possuem integração entre eles, como é o caso dos conselheiros C e D, que são membros de comitês de pessoas, remuneração e ética de empresas de capital aberto. Segundo eles:

“Comitê de pessoas, recursos humanos e remuneração ainda são pouco usuais, mas as que possuem este comitê apresentam muito bom resultado e apoio ao conselho de administração.” (Entrevistado D).

“A oportunidade é através do comitê de pessoas de desenvolver um código de conduta ética em negócios, que mitiga alguns conflitos de agência.” (Entrevistado C).

No entanto, o conselheiro A apresentou uma crítica sobre os comitês de risco e de pessoas e remuneração. Esta realidade é para as grandes empresas, pois, na maioria das empresas de capital aberto e fechado, a realidade é outra. O comitê de riscos monitora indicadores financeiros, enquanto que gestão de pessoas não é pauta da agenda de conselhos de administração.

“Desenvolvimento de pessoas e recursos humanos ainda é realidade somente para as grandes companhias... a realidade é que não é pauta de conselhos de administração... os comitês de risco estão ainda muito preocupados com indicadores financeiros”. (Entrevistado A).

7.1.6 Percepção dos tipos de incentivos

Quando o pacote de incentivo não é discutido pelos conselhos de administração, majoritários e principais executivos, o sistema de incentivos e *performance* é fornecido, geralmente, por consultorias externas ou por seus próprios departamentos de recursos humanos. Após a contextualização sobre as políticas de incentivo, as mudanças pós 2008 e os comitês de risco e remuneração, a categoria de análise sobre a percepção dos conselheiros de administração no uso de políticas de incentivo é de opiniões diversas. O único consenso é a respeito de concessão de regalias como incentivo para executivos, em que todos os conselheiros apresentaram opinião contrária a este tipo de prática. Regalias como despesas pessoais, escolas de filhos, carro e outros benefícios foram trazidos pelas multinacionais, pois eram comuns estes benefícios nos Estados Unidos e Europa. No entanto, há entendimento jurídico que estes benefícios são remuneração e devem constar na folha de pagamento, e não como despesa operacional da empresa, que ainda reduzirá o imposto de renda pessoa jurídica incidente sobre lucros. Além disto, é reconhecido pelo conselheiro C que é uma parcela de difícil avaliação de *performance*. Como este conselheiro é ex- executivo, ele reconhece que o executivo, em geral, gosta deste tipo de benefício, inclusive ele gostava, quando ocupou tal posição. No entanto, hoje,

como conselheiro, tem dificuldade em aprovar tal incentivo, pois entende que estes componentes colocam o executivo em posição de “defesa” do *status*, não sendo um incentivador à exposição ao risco.

“Falar em remunerar um executivo fora da folha de pagamento tem causado arrepios em proprietários, majoritários e acionistas. Paga o acertado ao executivo e ele resolve o que faz do dinheiro... o razoável é um bom plano de saúde” (Entrevistado C).

O Conselheiro D entende que as políticas de incentivo de promoção e planos de sucessão fazem parte de um universo pequeno de empresas, mas as que os utilizam apresentam bons resultados, reduzindo a exposição aos maus riscos, contudo, isso exige mais tempo e dedicação das empresas.

“A melhor forma de incentivo é a empresa formar seus próprios executivos, através de treinar e promover por performance. Mas a empresa deve estar preparada em tempo e dedicação para isto.” (Entrevistado D).

Os incentivos pecuniários mais citados pelos conselheiros entrevistados foram:

- O Salário base;
- *Bonus Plan* (PLR) de um ano, em alguns casos, no máximo dois anos;
- Prêmio remuneratório por atendimento de metas;
- Ações e *Stock Options* é muito incipiente, e somente nas empresas brasileiras internacionalizadas.

“PLR, prêmio por atendimento de meta específica e salário. Stock Options somente em empresas como Ambev, Gerdau, Vale e algumas outras que no total não encham as duas mãos” (Entrevistado A).

Assim, os conselheiros argumentaram os seus entendimentos a respeito destes componentes de incentivo, confirmando muitos problemas defendidos por Jensen e Murphy (2004) e Vieito et al. (2009), mas apresentando as dificuldades brasileiras.

“Stock Option já se sabe a heresia que isto é. Primeiro, é um absurdo usar dinheiro captado no mercado de capitais com objetivo de financiar projetos da empresa e capital de giro, e passar a ser usado para remunerar e medir

performance... quando as empresas resolvem fazer isto indiscriminadamente, não percebem que estão diluindo o patrimônio líquido, e isto causa um custo econômico muito maior que o contábil... Funcionou muito bem por vinte anos nos Estados Unidos, mas a realidade no Brasil é outra e deve ser levada em conta...” (Entrevistado A).

“O PLR ou Bônus anual é baseado no cumprimento de orçamento base e do planejamento de vendas e custos. No entanto, é uma meta de curto prazo. Não tenho visto além de um ano” (Entrevistado D).

“Bonus Plan? Já vi definirem até dois anos, no máximo, sempre alinhado com o planejamento estratégico... Eu sou daqueles que entende que quanto maior a parcela de remuneração variável melhor, eu sou a favor de Stock Options, ações, e outras formas de renda variável, o executivo possuir uma parte da companhia, enfim, já é comprovado que isto é melhor que somente o salário fixo para o executivo... A remuneração variável motiva e premia quem obteve uma performance diferencial” (Entrevistado C).

Desta forma, pode-se inferir que os componentes atuais de incentivos possuem problemas de aplicação no Brasil, devido à legislação específica, o que impede qualquer contrato de trabalho ou de remuneração fora da CLT. No entanto, há demandas crescentes das empresas brasileiras por sistemas de incentivo que possam atender os anseios de acionistas e proprietários por *performances* excelentes.

7.1.7 Política de incentivo e *performance* da empresa

Os conselheiros entendem da seguinte forma a percepção sobre a relação de política de incentivo e *performance* da empresa, a sétima categoria de análise.

“A demanda é crescente por parte das empresas, que sabem e querem correr riscos bons para obter desempenhos diferenciais, para isto, precisam de instrumentos adequados... como não tem nada melhor, segue-se o que o mercado tem feito” (Entrevistado E).

“Na realidade, ninguém conhece em profundidade isto. Quantas aulas sobre remuneração executiva você teve? Este assunto não faz parte das escolas de MBA e Mestrados... os executivos nem sabem negociar seus pacotes, o majoritário apresenta o quanto quer pagar para o executivo, ao invés de negociar a parcela de maior e menor risco, o indicador de performance que ele será medido, ele pede um upgrade no carro...as empresas adotam fórmulas prontas de consultorias que copiam de multinacionais” (Entrevistado A).

“Sem dúvida nenhuma, a forma mais justa de remunerar é por performance, apesar dos sistemas serem muito ruins.” (Entrevistado D).

“Remunerar por performance é premiar a meritocracia e o resultado.” (Entrevistado C).

“Isto eu acho sem discussão, embora o trabalho a ser feito seja encontrar um sistema de incentivo equilibrado e que reflita as restrições brasileiras...” (Entrevistado B).

O conselheiro B, através da sua afirmação, em linha com Stern (2008), demonstrou o quanto os atuais componentes de incentivo são ineficazes, pois os efeitos do mercado são muito maiores que as estratégias do executivo.

“A prova de que remunerar por ações não funciona, é, por exemplo, o que o mercado considera a solução para Stock options, as ações restritas? Quantos executivos tiveram que reprecificar as suas ações por efeitos do mercado?... o efeito do executivo é baixo no preço da ação...” (Entrevistado B).

Há um consenso geral, entre os conselheiros entrevistados, que remunerar, promover ou incentivar por *performance* é a melhor forma. Significa premiar a eficiência e a meritocracia. No entanto, os componentes de incentivo devem ser mais eficientes e refletir o panorama brasileiro. As soluções atuais são importadas, apesar de todos os problemas já enfrentados pelos países que utilizam estes componentes há mais tempo. Os conselheiros entendem que há necessidade de formação executiva para alcance disto e que os conselhos de administração devem tornar este assunto mais relevante e discuti-lo no seu âmbito.

7.1.8 Política de incentivo curto e longo prazo

Pode-se inferir a dificuldade de adotar políticas de longo prazo, através de políticas de incentivo, pois, como foi colocado pelos entrevistados, estes componentes sofrem restrição legal e fiscal. Sendo assim, os incentivos para executivos no Brasil são, em geral, para *performance* no curto prazo, apesar de haver uma preocupação dos conselhos, proprietários, acionistas e majoritários pelo longo prazo, o que, segundo os conselheiros de administração, no máximo, é refletido no planejamento estratégico e desdobrado em metas, objetivos, e, conseqüentemente, em incentivos de curto prazo. Há um entendimento, entre os conselheiros, que o

longo prazo é entre cinco e dez anos, ou seja, menos que isso é considerado planejamento de curto prazo. Os textos fragmentados a seguir reproduzem a percepção da categoria de análise sobre política de incentivo para *performance* de curto prazo e longo prazo.

“Há uma preocupação dos boards de conselhos de administração e majoritários, e principalmente em empresas onde há membros da família, em relação às estratégias de longo prazo, mas, na prática, isto está somente no planejamento estratégico” (Entrevistado C).

Seguindo nesta mesma linha de pensamento, o conselheiro A acrescenta uma percepção sobre o curto prazo, no Brasil, ser um fator cultural, e que a nova geração de empresários e executivos está começando a avaliar o longo prazo. Isto devido à era da inflação, em que o planejamento era mensal ou até mesmo diário. Na opinião dele, esta cultura precisa de pelo menos uma geração para ser mudada.

“No Brasil, há uma cultura de curto prazo impregnada pela era da inflação. Nós vivemos a era da estabilidade há 18, 19 anos, e a grande maioria dos conselheiros de administração, majoritários e executivos de grandes empresas viveram este período. Veja, o governo planeja o curto prazo, o ciclo é de quatro em quatro anos, as cidades brasileiras que deveriam ser vistas no crescimento longo prazo, com obras de infra-estrutura para vinte ou trinta anos, crescem desordenadamente, ou seja, o curto prazo no Brasil é cultural” (Entrevistado A).

Desta forma, pode-se inferir que, no Brasil, as *performances* de empresas, embora planejadas no longo prazo, são desdobradas em metas e objetivos de curto prazo, e as políticas de incentivo pecuniárias, para tais fins, refletem a cultura de curto prazo. Também a legislação é uma restrição para uso de componentes para políticas de longo prazo.

O conselheiro D, por outro lado, entende que as políticas de incentivo não pecuniário, como poder de mercado da empresa, oportunidade de carreira e desenvolvimento são formas de incentivo de longo prazo, que induzem à exposição aos bons riscos.

“Eu tenho muita experiência nisto e tenho visto muitos casos de sucesso, quando a empresa desenvolveu seus próprios CFO, CEO, diretores de marketing, operações,... esta maneira, aliada à prática de treinar e promover por resultados, eu tenho visto como a melhor maneira de

sucesso na retenção e motivação dos principais executivos” (Entrevistado D).

Para concluir a categoria de análise sobre incentivos para performances de curto e longo prazo, os indicadores de *performance* citados pelos conselheiros foram muito similares.

“Plano anual, com metas baseadas em EBITDA, faturamento, atendimento ao orçamento e lucro líquido” (Entrevistado E).

“EBIT, lucro líquido, faturamento e fluxo de caixa” (Entrevistado D).

7.1.9 Alinhamento entre política de incentivos e exposição ao risco

Finalmente, a categoria de análise sobre a relação entre políticas de incentivos e exposição ao risco levou os conselheiros a uma percepção de que este assunto está muito longe do nível discutido na Europa, Ásia e Estados Unidos, e que não há uso de incentivos remuneratórios e não remuneratórios com interesse de regular a exposição ao risco estratégico no Brasil.

Os Conselheiros A, B, C e E entendem, aliás, que o mercado empresarial brasileiro tem outra peculiaridade em relação aos demais mercados desenvolvidos, que impactam na exposição ao risco estratégico em relação as políticas de incentivo, sendo:

- A raridade de corporações no mercado brasileiro; e
- O papel do majoritário nas empresas de capital aberto.

No entendimento deles, as cláusulas *say on pay* e *clowback* ainda são assuntos muito longínquos da realidade brasileira, pois são cláusulas que põem o pacote de incentivo dos executivos sobre aprovação dos acionistas, mas, no Brasil, o poder de aprovação deste tipo de pacote não está no acionista e sim no majoritário. Ou seja, toda a relação de principal, no Brasil, não é em relação ao acionista e proprietário, mas sim, com o majoritário. Os poderes dos minoritários são restritos. Por isso que este tipo de cláusula é comum em empresas com ações disseminadas pelo mercado e configuradas em corporações. No caso de corporações, o risco estratégico está atrelado ao comportamento e ações do principal executivo (o agente)

e ao controle do conselho de administração, sendo, nestes casos, um instrumento interessante, na opinião dos conselheiros. Porém, no Brasil, as corporações são raras, e, segundo conselheiro A, o comportamento ou apetite do majoritário influencia o conselho de administração e o principal executivo, ou seja, o risco estratégico está atrelado do lado majoritário (principal).

Além disto, o papel do majoritário nas empresas brasileiras de capital aberto, e muitas de capital fechado, geralmente, é alguém advindo da família fundadora da empresa ou de empresários advindos da onda de privatizações feitas pelo governo na década de 90. Ao fato da formação dos grandes grupos empresariais brasileiros terem formado-se a partir do empreendedorismo de empresários e de famílias, há o aspecto incorporado da exposição ao risco no empreendedorismo das grandes empresas brasileiras. Desta forma, o comportamento do majoritário ou da família detentora do controle empresarial influencia a exposição ao risco estratégico da empresa.

“No Brasil, o risco está atrelado ao perfil do majoritário ou proprietário da empresa e não ao executivo, isto porque corporações no Brasil são raras... o impacto da remuneração dos gestores possui maior impacto em corporações que tenham o controle difundido, portanto, o apetite pelo risco será o do principal executivo” (Entrevistado A).

“Eu vejo que este assunto está muito distante da realidade e da agenda empresarial. O uso destes instrumentos de incentivo não tem o objetivo de regular a exposição ao risco” (Entrevistado B).

Porém, o conselheiro C, como membro de comitê de RH e Ética, concedeu uma declaração antagônica e revela alguma exceção em relação à percepção dos demais conselheiros referente à remuneração variável para exposição ao risco.

“Eu fui executivo de uma grande corporação americana, e recebia stock options no meu pacote de remuneração, e a remuneração variável chegava a formar 2/3 do total, sendo que, nos últimos anos, a maioria era de longo prazo. Posso falar, por mim, que funcionava de forma excelente, e que incentivava a tomada de risco e dava segurança ao executivo, pois ele possuía parte da empresa. Por isso, entendo que, apesar de todas as restrições enfrentadas atualmente, este é o caminho que precisa ser melhorado, e no conselho onde atuo tem sido pauta frequente” (Entrevistado C).

Em comparação, o conselheiro D, também membro de comitê de pessoas e remuneração, emitiu uma opinião de que a remuneração variável é o caminho para incentivar a exposição ao risco, usando-se instrumentos como prêmios pecuniários por atendimento de alguma meta e *Bonus Plan anual*. Mas ele acrescenta que, apesar do conselho de administração ter o papel de regulação, mais importante é, posteriormente, monitorar e controlar os riscos.

“O grau de risco na remuneração do executivo é atrelado no pacote de remuneração variável. A melhor forma de remunerar o principal executivo é com uma parcela maior variável, minha sugestão é 1/3 fixo e 2/3 variável. Este nível da parcela variável vai reduzindo conforme o nível hierárquico... como a estratégia e remuneração são definidas no âmbito do conselho, o risco estratégico está mais relacionado ao trabalho do conselho e no dever de monitorar e controlar estes riscos” (Entrevistado D).

7.1.10 Tendências de futuro

Por fim, as entrevistas foram concluindo-se com o propósito de entender como os conselheiros de administração viam as tendências para o futuro neste assunto, e este grupo de respostas veio formar a décima categoria de análise, as tendências de futuro na exposição ao risco estratégico das empresas com a aplicação de políticas de incentivo dada aos executivos.

“A tendência deverá ser cada vez mais forte da remuneração variável. Hoje, a média tem sido 30% variável e 70% fixo, e isto deverá se inverter, sendo 70% variável e 30% fixo. Por outro lado, algumas empresas tem experimentado ceder uma parcela do capital social ao executivo, em até 2% da empresa. O risco envolvido é benéfico e faz parte. Por outro lado, os controles de auditoria e as melhores práticas de Governança Corporativa tem apresentado avanços significativos e rápidos, qualificando a gestão das empresas de capital nacional a modernizar as suas gestões” (Entrevistado C).

“Primeiramente, é necessário consolidar discussões de deveres e direitos de minoritários e majoritários, a transparência da informação das empresas, o grau de intervenção do governo e qualificar o corpo executivo e de conselhos. O assunto deve passar a ser mais amplamente discutido e isto poderá levar algum tempo ainda” (Entrevistado A).

“A tendência não é boa, devido à instabilidade do mercado de capitais brasileiro, com muita influência e intervenção do governo, como nos casos da redução da alíquota da energia elétrica, que derrubou os preços de

ações das empresas do setor elétrico, e, no caso, do corpo executivo da Vale” (Entrevistado B).

“Não há inovação no campo de remuneração no Brasil, pois temos copiado exatamente os planos vindos do exterior sem entender a realidade brasileira, que é diferente dos demais países. A qualidade do executivo na negociação do seu pacote é fraca, e as empresas entendem que há situações mais importantes. A tendência no geral é fraca, pois as empresas não estão formando executivos para suas demandas, e estes não estão bem formados para enfrentar os problemas futuros” (Entrevistado D).

“O nosso executivo e cultura empresarial possuem uma formação ortodoxa e importamos tecnologias de gestão de outros países. Precisamos de uma nova cultura corporativa, mais adequada ao nosso país e a formação empresarial, e estamos longe disto, pois é uma discussão de um grupo ainda pequeno. Isto podemos considerar em governança corporativa, incentivos, formação executivo e empresarial...” (Entrevistado E).

Desta forma, pode-se inferir que, do ponto de vista dos conselheiros de administração, estas questões sobre exposição ao risco e políticas de incentivo ainda são muito incipientes nos conselhos de administração, pois, nestes, há assuntos prioritários a serem discutidos. A tendência vista por eles não é boa, devido, principalmente, aos seguintes aspectos:

- Porque a formação executiva não leva em consideração as peculiaridades brasileiras e as práticas de políticas de incentivo são importadas;
- O desenvolvimento e investimento na formação de seus próprios executivos não é prioridade das empresas;
- O governo intervém muito freqüentemente no mercado, causando impactos nos preços de ações e nos resultados financeiros das empresas;
- A dificuldade de aprovar a flexibilização da legislação trabalhista e a redução da complexidade da legislação tributária brasileira;

Por fim, a exposição ao risco está atrelada, muito mais, ao perfil dos majoritários (principal) do que ao perfil e comportamento do executivo brasileiro (agente), que, nestes casos, é induzido pelo poder e controle do majoritário. Isto deve-se ao tipo de formação empresarial das maiores empresas de capital aberto, que, em geral, tem, no papel dos majoritários, membros da família empreendedora. Este é a perspectiva, sob o ponto de vista dos conselheiros pesquisados, da relação

entre exposição ao risco estratégico, e, por consequência, da aplicação de incentivos aos seus principais executivos.

Finalmente, é apresentado no seguinte tópico um resumo dos resultados da pesquisa relacionados aos objetivos do trabalho apresentado, com algumas recomendações abordadas de forma sintética.

7.2 SÍNTESE DOS RESULTADOS APRESENTADOS E DISCUTIDOS

A síntese dos resultados apresentados através das categorias de análise textual, estão representadas no quadro 8, com a relação do tema envolvido para alcance do objetivo deste trabalho.

Além dos resultados apresentados no quadro, uma análise com relação às melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC, principalmente aos Guias de Sucessão, pessoas e remuneração e de Gerenciamento de Riscos apresentaram algumas diferenças e convergências. Usando como base o quadro 3 do capítulo 3, os principais pontos foram:

Quadro 8: Quadro com síntese da análise textual e temas relacionados ao objetivo

Título: "POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO: O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO" Objetivo Geral: Investigar a percepção dos conselheiros de administração, em relação à exposição ao risco estratégico da empresa determinado pela implementação de políticas de incentivos aos seus principais executivos. Objetivos Específicos: <ul style="list-style-type: none"> Identificar quais são as políticas de incentivos aplicadas aos principais executivos de empresas de capital aberto brasileiras. Analisar qual a perspectiva sobre o nível de exposição ao risco das empresas de capital aberto brasileiras, sob o ponto de vista de conselheiros de administração. 				
#	Categorias Analisadas	Síntese	Principais unidades de análise	Recomendações
1	Alinhamento entre acionistas e executivos;	<ul style="list-style-type: none"> Metas e objetivos claros; Prevalece o interesse do majoritário; Conselho de administração ativo, analítico e aprovador de todas as estratégias implementadas pelo corpo executivo; Desenvolvimento do seu próprio corpo executivo mitiga conflitos de agência; Método "Carrot or Stick". 	Teoria da agência Governança Corporativa	- Uso mais amplo das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC.
2	Pacotes de remuneração na mitigação dos conflitos de agência;	<ul style="list-style-type: none"> Todo pacote de remuneração deve refletir na folha de pagamento e incidir IR na fonte, INSS, FGTS e demais tributos, cfe. CLT; Não há possibilidade de contratos paralelos; Legislação do IR causa dúvidas na forma de incidência na remuneração por <i>Stock options</i>. Representa risco fiscal e trabalhista. Remuneração é um importante instrumento de mitigação de conflito de agência, no entanto, para ser eficaz deve estar combinada com controles, monitoramento e processos de auditorias dos conselhos de administração. Remunerar é importante, como forma de obter o comprometimento do executivo, onde não existe formação interna, de acordo com padrões culturais, éticos e morais da empresa. 	Teoria da agência Política de Incentivos	<ul style="list-style-type: none"> Controles e monitoramento por parte dos conselhos de administração; Continuidade da evolução e qualificação dos conselhos de administração; Atenção a legislação trabalhista e fiscal brasileira; Uso mais amplo das melhores práticas de Governança Corporativa.
3	Percepção de mudanças pós 2008 em relação a incentivos e conselhos de administração;	<ul style="list-style-type: none"> Melhores práticas de Governança Corporativa; Transparência; Análise e monitoramento de riscos melhoraram muito a partir de 2008. 	Conselhos de administração Políticas de incentivo.	
4	Relação em empresas brasileiras entre exposição ao risco e política de incentivo;	<ul style="list-style-type: none"> Escândalos relacionados a problemas de Governança Corporativa; O pacote de incentivo é considerado um risco de baixa probabilidade, e não pode-se afirmar que o escândalos tenham relação com o grau de risco inserido em incentivos aos executivos. 	Política de incentivo Risco estratégico	- Os problemas de risco nas empresas brasileiras está relacionada a má gestão dos seus negócios e ao mercado muito imaturo que as companhias se encontram.
5	Percepção sobre os comitês de Conselho de Administração;	<ul style="list-style-type: none"> Comitês de risco são bastante usuais, mas com foco muito grande em indicadores financeiros; Comitê de pessoas, recursos humanos e remuneração ainda são pouco usuais, mas as que possuem este comitê apresentam muito bom resultado e apoio ao conselho de administração. 	Conselhos de administração e políticas de incentivo.	Maior popularidade dos comitês de pessoas, remuneração e RH, além da maior integração com o comitê de risco.
6	Percepção dos tipos de incentivos;	<ul style="list-style-type: none"> Metas no máximo de dois anos com prêmio pecuniário, baseado em resultados pré-determinados. Bônus anual (convencional PLR). Prêmios em dinheiro. Pouca vinculação com promoção. Incentivos não monetários, como carro, aluguel e demais regalias têm sido evitadas devido a legislação trabalhista. Pagamento por ações são feitas por empresas de grande porte; <i>Stock options</i> é muito recente, e somente em empresas grandes e internacionais. 	Política de Incentivos	Desenvolvimento de sistemas de incentivos de curto e longo prazo que atendam as peculiaridades brasileiras.
7	Política de incentivo e <i>performance</i> da empresa;	<ul style="list-style-type: none"> Melhor forma de é meritocrata e justa, apesar dos sistemas de incentivo serem ruins. Os principais indicadores de <i>performance</i> são: EBITDA, Lucro líquido, atendimento ao orçamento e faturamento. 	Política de incentivo <i>Performance</i> da empresa	Desenvolvimento de um sistema de incentivos remuneratórios de curto e longo prazo, no âmbito brasileiro, levando em conta a legislação trabalhista e fiscal, tipologia do controle acionário brasileiro, e a influência governamental como fator externo, podem contribuir para tornar o mecanismo de governança corporativa das empresas brasileiras mais eficientes.
8	Política de incentivo curto prazo e longo prazo;	<ul style="list-style-type: none"> Prevalece políticas de curto prazo, devido a cultura inflacionária recente; Políticas de longo prazo monetárias, com os atuais componentes de incentivo, são limitadas no Brasil, devido a legislação, prevalecendo as políticas de curto prazo e consolidada na folha de pagamento. Alternativa são incentivos não monetários. Metas de no máximo dois anos. 	Política de incentivo de curto e longo prazo.	As políticas de longo prazo em equilíbrio com as de curto prazo e a popularização dos comitês de remuneração, pessoas e recursos humanos poderão contribuir para este avanço.
9	Alinhamento entre política de incentivos e exposição ao risco;	<ul style="list-style-type: none"> O conselho em conjunto com o comitê de risco, auditoria e demais técnicas de controle devem analisar e julgar se os resultados são realmente aqueles que estão nos demonstrativos e balanço patrimonial. os incentivos podem funcionar como forma de retenção e premiação para alguma meta ou projeto que o executivo foi contratado para executar; <i>Stock Options</i> não é eficaz, principalmente no Brasil. Incentivos são uma forma de induzir executivos a tomarem riscos bons para a empresa. 	Política de incentivo Risco estratégico	<p>A necessidade de formação dos principais executivos deve ser considerada, pois é uma ação qualitativa que motiva, retém e pode regular o executivo a expor-se a bons riscos.</p> <p>Uma demanda para escolas de administração e de formação executiva é a preparação de executivos na responsabilidade de conduzir estratégias de risco e de negociar indicadores de <i>performance</i> alinhados com a remuneração recebida por eles.</p>
10	Tendências de futuro.	<ul style="list-style-type: none"> Não são boas, pois importam soluções e sistemas do exterior; Não é pauta de conselhos o desenvolvimento de executivos; Não há formação executivo neste assunto; Cultura empresarial de curto prazo. 	Política de incentivo Risco estratégico Teoria da Agência <i>Performance</i> da firma	Universidades, organizações não governamentais e empresas podem gerar em conjunto através de pesquisa e formação, sistemas que respeitem as características brasileiras. Estes meios poderão através de ações integradas mitigar a cultura de curto prazo brasileira.

Fonte: Elaborado pelo autor.

- Alinhamento entre executivos e acionistas: as percepções dos conselheiros de administração estiveram de acordo com as melhores práticas do IBGC, em que um sistema de metas e objetivos claros e bem definidos entre as partes, e de possível alcance para os executivos, é básico e fundamental, e seu alinhamento através do pacote de incentivos (remuneratórios e não monetários) é importante para o alcance de sinergia e valor empresarial;
- Comitês de risco e de remuneração: a aplicação é conforme os guias do IBGC nos casos em que há ambos no conselho de administração. Porém, na opinião dos conselheiros, ambos os comitês ainda são exceção, sendo o comitê de riscos mais usual que o de remuneração.
- Incentivo e remuneração: os resultados da análise textual apontaram que os incentivos de longo prazo são de difícil aplicação no Brasil, devido à legislação, prevalecendo as políticas de curto prazo e consolidadas na folha de pagamento, apesar do guia de remuneração do IBGC considerar que a remuneração de administradores executivos deve ser definida e administrada dentro do conceito de remuneração total: salário fixo, bônus de curto prazo, incentivos de longo prazo e benefícios. Neste caso, os Guias do IBGC não citam os problemas citados pelos conselheiros de administração sobre legislação trabalhista (CLT) e tributária (IR). Além deste ponto, o IBGC recomenda a aplicação de filosofia e a estratégia de remuneração total da empresa, levando em conta as diretrizes de negócios, os valores e a cultura da empresa, quando os conselheiros entendem que, na prática, são levadas em conta somente a *performance* de curto prazo, metas e objetivos.
- Incentivo e exposição ao risco: embora os Guias do IBGC defendam o balanceamento do grau de risco envolvido na remuneração – equilíbrio entre remuneração fixa e remuneração variável – sugerido pelos comitês de risco e de remuneração e pessoas dos conselhos de administração, não são evidenciados pelos conselheiros desta forma. Além da cláusula *say on pay*, citada pelo IBGC como uma tendência de boa prática, segundo os conselheiros, esta é aplicável para corporações com ações disseminadas no mercado, não sendo o caso de empresas que tenham um acionista

majoritário, detentor do capital e das decisões da companhia, como é o caso brasileiro.

Por fim, os indicadores de *performance* mais comuns para medir curto e longo prazo foram um ponto de convergência entre conselheiros e o guia de Melhores Práticas de Governança Corporativa, sendo os mais comuns: EBITDA, Lucro líquido, Fluxo de caixa, atendimento ao orçamento, entre outros. Além disto, estes indicadores também possuem um alinhamento com os indicadores mais utilizados nos Estados Unidos para medição de *performance* de empresas.

7.3 ANÁLISE BIBLIOGRÁFICA E DOS RESULTADOS APRESENTADOS

Por fim, comparando os dados obtidos dos entrevistados com a pesquisa bibliográfica, foram identificados pontos divergentes importantes. A maioria dos trabalhos pesquisados foi obtida da literatura internacional, portanto, retratando aspectos culturais, legais e empresariais dos países em que foram escritos. No entanto, conforme as informações coletadas com os conselheiros brasileiros, as principais comparações são:

- Incentivos monetários e não monetários: Segundo os dados dos conselheiros brasileiros, todos os incentivos monetários devem constar em folha de pagamento (fixos e variáveis), sendo no Brasil a parcela fixa prevalecente sobre a parcela variável. A parcela variável é composta, em sua maioria, por bônus anuais. Este aspecto apresenta uma perspectiva diferente da apresentada na bibliografia, como abordada por Vieito et al (2009), Murphy (1999), Chava e Purnanandam (2010), que apresentam em seus trabalhos, uma prevalência da remuneração variável e uma maior liberalidade em contratos de *performance* e remuneração. Por outro lado, os incentivos não monetários são pouco explorados no Brasil, devido ao receio de empresários em ceder estes benefícios, devido aos riscos fiscais e trabalhistas, conforme a legislação brasileira.

- Concessão de *Stock Options*: Conforme abordado por autores como Murphy (1999), Jensen e Murphy (2004), Damodaran (2008), Vieito *et al* (2004), Murphy e Hall (2003) e Kini e Willians(2011) *Stock Options* são incentivos muito populares e barato do ponto de vista econômico. Sob o ponto de vista dos conselheiros brasileiros, este incentivo é pouco usual no Brasil e há limitações legais para o seu uso em larga escala.
- Incentivos de curto e longo prazo: O balanço entre incentivos de curto e longo prazo abordado por autores Kini e Willians (2011), Jensen e Murphy (2011) e Vieito *et al* (2009), sobre a necessidade de equilibrar dispositivos de curto e longo prazo na remuneração de executivos, no entanto, no Brasil, segundo os conselheiros a cultura empresarial prioriza metas e remuneração de curto prazo.
- Exposição ao risco em consequência de incentivo: Segundo Damodaran (2008), Jensen e Murphy (2004 e 2011), o uso de incentivos de curto prazo e remuneração variável conduz o executivo a uma exposição ao risco, de suas estratégias, mais acentuada. No Brasil, conforme os conselheiros, os incentivos não são utilizados para este fim, de regulação de riscos, mas com objetivos de alcance de objetivos de curto prazo. A base pesquisada pelos autores internacionais é de corporações, em que o risco está mais atrelado ao comportamento do executivo. No Brasil, a base de empresas de capital aberto, possui o papel do acionista majoritário, que impõe o seu perfil de risco à empresa, se tornando uma diferença significativa aos demais mercados, pois os mesmos dispositivos de controle, utilizados nos mercados dos autores pesquisados, não são eficazes no mercado brasileiro.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os aspectos abordados neste trabalho pode-se inferir que as empresas brasileiras de capital aberto possuem uma situação bem peculiar, onde os custos de agência são altos para controle e monitoramento, a remuneração de executivos apresenta um perfil maior na parcela fixa que na variável, com finalidade de *performances* de curto prazo. Isto ainda leva a uma tendência de conflitos e maiores custos de agência. Além disto, referente à exposição aos riscos, utilizando-se a escala de Damodaran (2008), em geral, percebeu-se que em empresas que tenham uma parcela de remuneração fixa maior que a variável, os executivos tendem a assumir o mínimo de risco, já que não compartilham dos benefícios do acionista e a assunção de riscos está concentrada em investimentos com resultado de curto prazo. Segundo os conselheiros, a exceção são as grandes empresas brasileiras internacionalizadas, que, apesar dos riscos fiscais e trabalhistas, tem adotado políticas de incentivo com aumento do uso de *Stock Options*, e de incentivo de longo prazo, como as ações restritas. A participação da remuneração variável na remuneração total do executivo brasileiro ainda é baixa, em comparação aos países desenvolvidos, mas a tendência é de aumento na participação, pela demanda das empresas brasileiras, e na certeza de que a vinculação à *performance* é a melhor forma de remunerar e alinhar os anseios de majoritários e acionistas aos dos principais executivos.

Um fator externo que impacta no sistema é a intervenção governamental no mercado, com políticas de subsídios, intervenção em preços e tributos e que impactam nos valores de ações, lucros e *performance* de empresas, e conseqüentemente, na eficácia dos incentivos.

Como o aumento da demanda por majoritários e acionistas no aumento da parcela variável, vinculada à *performance*, conforme a opinião de conselheiros de administração, a necessidade de melhorar os sistemas de incentivos para executivos, levando-se em consideração as peculiaridades brasileiras, é necessária, e o desafio disto deverá ser tratado por organizações como o IBGC, empresas, conselhos de administração e meio acadêmico no atendimento desta demanda.

Todos estes fatores levam as empresas brasileiras a custos de agência (custos com controle, monitoramento, remuneração para alinhamento de interesses, etc.)

mais elevados e impactando na *performance* empresarial. Os riscos estratégicos, no Brasil, estão mais envolvidos a estes conflitos de agência, à estrutura de controle e poder das empresas, ao nível de Governança Corporativa e de atuação do Conselho de Administração. Um bom sistema de incentivos leva o executivo a seguir estratégias com maior exposição, exigindo melhores *performances*. Contudo, conforme abordado pelos conselheiros, no Brasil, devido à maioria das empresas serem de controle acionário definido, este sistema será desenvolvido e influenciado conforme o “apetite” por riscos do majoritário, e menos influente pelo lado do executivo.

Assim, a necessidade de desenvolvimento de um sistema de incentivos remuneratórios de curto e longo prazo, no âmbito brasileiro, levando em conta a legislação trabalhista e fiscal, tipologia do controle acionário brasileiro, e a influência governamental como fator externo, pode contribuir para tornar o mecanismo de governança corporativa das empresas brasileiras mais eficiente.

Por outro lado, a preparação de executivos na responsabilidade de conduzir estratégias de risco e de negociar indicadores de *performance* alinhados com a remuneração recebida por eles é uma demanda para escolas de administração e de formação executiva. Conforme avaliado neste trabalho, os conselheiros percebem pouco conhecimento de executivos a respeito deste assunto, e as negociações de pacotes de remuneração geralmente leva mais em conta os interesses do majoritário ou acionista.

8.1 IMPLICAÇÕES DO ESTUDO

Entende-se que há boas oportunidades, para as empresas brasileiras, o mercado, conselhos de administração e organizações de Governança Corporativa de buscarem sistemas de incentivos mais eficazes, que alinhem os interesses do principal e dos agentes, e no alcance de adequações legais às práticas empresariais brasileiras.

Foi possível identificar, através deste trabalho, que os mecanismos de Governança Corporativa ainda precisam ser aprimorados para o pleno funcionamento do sistema. As políticas de longo prazo, em equilíbrio com as de curto prazo, e a popularização dos comitês de remuneração, pessoas e recursos humanos poderão contribuir para este avanço.

Neste contexto, sugere-se uma participação maior do Brasil nos debates a respeito de políticas de incentivo e seus respectivos impactos na relação empresarial. Universidades, organizações não-governamentais e empresas podem gerar, em conjunto, através de pesquisa e formação, sistemas que respeitem as características brasileiras. Estes meios poderão, através de ações integradas, mitigar a cultura de curto prazo brasileira.

Em termos gerenciais, compreende-se a necessidade dos executivos conhecerem em profundidade os sistemas de incentivos e de *performance*, e os conselhos de administração integrarem, aos já comuns comitês de risco, uma abrangência maior em relação aos fatores de baixa probabilidade e qualitativos, como comportamento gerencial e ética executiva. A necessidade de formação dos principais executivos também deve ser considerada, pois, conforme esta pesquisa, é uma ação qualitativa que motiva, retém e pode regular os executivos a exporem-se a bons riscos.

Adicionalmente, este trabalho realça a importância deste assunto, não somente para as empresas de capital aberto, mas conforme opinião dos conselheiros, para empresas de capital fechado e outras em geral.

Do ponto de vista acadêmico, entende-se que o presente estudo preenche uma lacuna do ponto de vista de conselheiros de administração e membros de comitês de remuneração sobre os assuntos de políticas de incentivos dados a executivos, e exposição ao risco estratégico proveniente da aplicação destes. Como o conselho de administração é o mecanismo de regulação deste sistema, a percepção deste contribui para identificar as peculiaridades encontradas neste trabalho.

8.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

As limitações do estudo concentraram-se na pequena amostra de conselheiros pesquisados, cinco, sobre a abordagem qualitativa exploratória, apresentando uma visão geral sobre o ambiente brasileiro. O método por entrevista em profundidade tinha o objetivo de entender a problemática, captar percepções, opiniões e pontos de vista, sendo emitida análise exclusiva do universo pesquisado.

O trabalho atingiu o objetivo de investigar as percepções destes conselheiros, apesar da grande experiência e vivência em ambiente de decisões apresentada por

eles. A liberdade dada ao entrevistador de apresentar as suas percepções resultou cada entrevista em um caso exclusivo.

8.3 INDICAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Por fim, para estudos futuros, sugere-se uma perspectiva das políticas de incentivos sob o ponto de vista dos executivos em comparação ao dos conselheiros de administração, contemplando *performance* da empresa e exposição ao risco. Isto poderá complementar os aspectos já identificados neste trabalho.

Uma análise em empresas de capital fechado e aberto também pode ser importante para avaliar as diferenças entre os modelos, pois o assunto é relevante para ambos os tipos empresariais.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Maria M. **Introdução a Metodologia do Trabalho Científico**. São Paulo: Atlas, 2001.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, German T.; CALEGÁRIO, Cristina L.L.; SILVA, Sabrina S. **Governança Corporativa: Uma análise de relação do Conselho de Administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras**. RAM – Revista de Administração Mackenzie, V. 10, N. 4, São Paulo, 2009, pp. 4-31.
- ANDREONI, J.; HARBAUGH, W; VESTERLUNG, L. **The Carrot or the Stick: Rewards, Punishments and Cooperation**. 2002
- BARTON, D. **Capitalismo para o Longo Prazo**. Harvard Business Review Brasil, 2011.
- BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses – A Fascinante história do risco**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1997.
- BIBLIOTECA UNISINOS. **Guia para Elaboração de Trabalhos Acadêmicos**. São Leopoldo, agosto de 2012. Disponível em: <<http://www.unisinos.br/biblioteca/images/stories/downloads/guia-biblioteca-2012-v2.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2013.
- BRASIL. **Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de Maio de 1943**. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del5452.htm>. Acesso em: 25 abr. 2013.
- BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.000, de 26 de Março de 1999**. Aprova a legislação do Imposto de Renda Pessoa Física. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil.htm>>. Acesso em: 25 abr. 2013
- BREALEY, R. A.; MYERS, S.C. **Principles of Corporate Finance**. Nova York. McGraw Hill, 2000.
- BUFFET, M.; CLARK, D. **Warren Buffet e Análise de Balanços**. São Paulo, Editora Sextante, 2010.
- CHARAM, Ram. **Governança Corporativa que produz resultados**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2009.
- _____. **Reinventando a Governança Corporativa**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2010.
- CHAVA, Sudheer; PURNANANDAM, Amiyatosh. **CEOs versus CFOs: Incentives and Corporate policies**. Estados Unidos. Journal of Financial Economics. 2010
- COLES J.L.; DANIEL N.; NAVEEN L. **Executive Compensation and Managerial Risk-Taking**. Journal of Financial Economics. 2003.

DAMODARAN, Aswath. **Gestão Estratégica do Risco**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

DUTRA, Marcos; SAITO, Richard. **Conselhos de administração** – Análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. RAC (Revista de administração contemporânea), vol.06 n°2. 2002

FREY, Bruno; OSTERLOH, Margit. **Desatrelar salário do desempenho**. Estados Unidos, Harvard Business Review, edição de fevereiro de 2012.

FRIEDMAN, Milton. **The social responsibility of business is increase its profits**. The New York Magazine, 1970.

GIL, Antônio. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: editora Atlas, 2008

GUIA DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. 4 ed. Rio de Janeiro, 2010.

GUIA DE ORIENTAÇÃO A SUCESSÃO, PESSOAS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS E CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO – IBGC, Rio de Janeiro, 2011.

GUIA DE GERENCIAMENTO DE RISCOS – IBGC, Rio de Janeiro, 2011.

HARVARD BUSINESS REVIEW. **Gestão do Risco no Novo Mundo**. Estados Unidos, edição de outubro de 2009.

HECKERMAN, D.G. **Motivating Managers to make Investment Decision**. Journal of Financial Economics, v.2, n.3, pp. 273-292, 1975

JENSEN, Michael; MECKLING, William. **Theory of the Firm** – Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial economics, v.3, 1976

JENSEN, Michael. **Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers**. American Economic Review, v.76, pp. 323-329, 1986

KAPLAN, R., NORTON D. **A Execução Premium**. Editora Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2008.

KINI, Omesh; WILLIAMS, Ryan. **Tournament Incentives, Firm risk and corporate policies**. Estados Unidos. Journal of Financial Economics. 2011

KOLE, S. **The Complexity of Compensation Contracts**. Journal of Financial Economics, 43(1), 79-104. 1997

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. **Investor protection and corporate governance**. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LITOV, L.; JOHN, K.; YEUNG, B. **Corporate Governance and Managerial Risk Taking**: Theory and Evidence. Working Paper, SSRN, 2004.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa**: o governo da empresa e o Conselho de Administração. 5ª edição, editora Campus, Rio de Janeiro, 2000.

MALHOTRA, Naresh. **Pesquisa de Marketing**: Uma orientação aplicada. Porto Alegre, Editora Bookman, 2006.

MORAES, Roque; GALEAZZI, Maria do C. **Análise Textual Discursiva**: Processo Reconstutivo de Múltiplas Faces. Revista Ciência & Educação, v. 12, n. 1, p. 117-128, 2006.

MURPHY, Kevin. **Executive Compensation**. Marshall School of Business. University of Southern Califórnia. 1999.

MOREIRA, Luis; TAMBOSI, Elmo; GARCIA, Fábio. **Dividendos, Informação assimétrica e conflitos de agência**: Comparação entre o novo e o mercado tradicional. Revista Pensamento e Realidade, Vol. 24 N°2. São Paulo. 2009.

REINHART, Carmem M.; ROGOFF, Kenneth S. **Oito Séculos de Delírios Financeiros**: Desta vez é diferente. Editora Campus

ROSS, S. A. **The Economic Theory of Agency**: the principal's problem. The American Economic Review, v. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the 85th Annual MEETING OR THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, p. 134-139, 1973.

SAITO, Ricardo; SILVEIRA, Alexandre D.M. **Governança Corporativa**: Custos de agência e estrutura da propriedade. RAE Clássicos. São Paulo. 2008

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2010.

SHAPIRO, J.; BOLTON, P.; MERHAN, H. **Executive Compensation and Risk Taking**. SSRN 1635349. 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, Robert. **A Survey of Corporate Governance**. Journal of Finance. V.52, nº2, pp.737-783, 1997.

SMITH, Clifford; STULZ, René. **The Determinants of Firm's Hedging Policies**. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20 nº4. 1985

STERN, Joel; STEINBURG, Herbert. **Governança Corporativa** – Conselhos que perpetuam empresas. Editora Gente. São Paulo. 2010

TIROLE, J. **The Theory of Corporate Finance**. Editora Princeton, Princeton University Press, 2006.

VIEITO, J. P.; CERQUEIRA, A.; BRANDÃO, E.; KHAN, W. **Executive Compensation**: The Finance Perspective. Portuguese Journal of Management Studies, vol. 14 Issue 1, pp.3-32. Portugal, 2009.

WELLS, John. **Líderes precisam ser socialmente responsáveis.** Jornal Valor Econômico, 2009.

WILSON, R. **On the theory of syndicates.** Econometrica, v. 36, n. 1, p.119-132, 1968.

ANEXO 1: ESTRATÉGIA DE APLICAÇÃO DA ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE

Entrevista em Profundidade

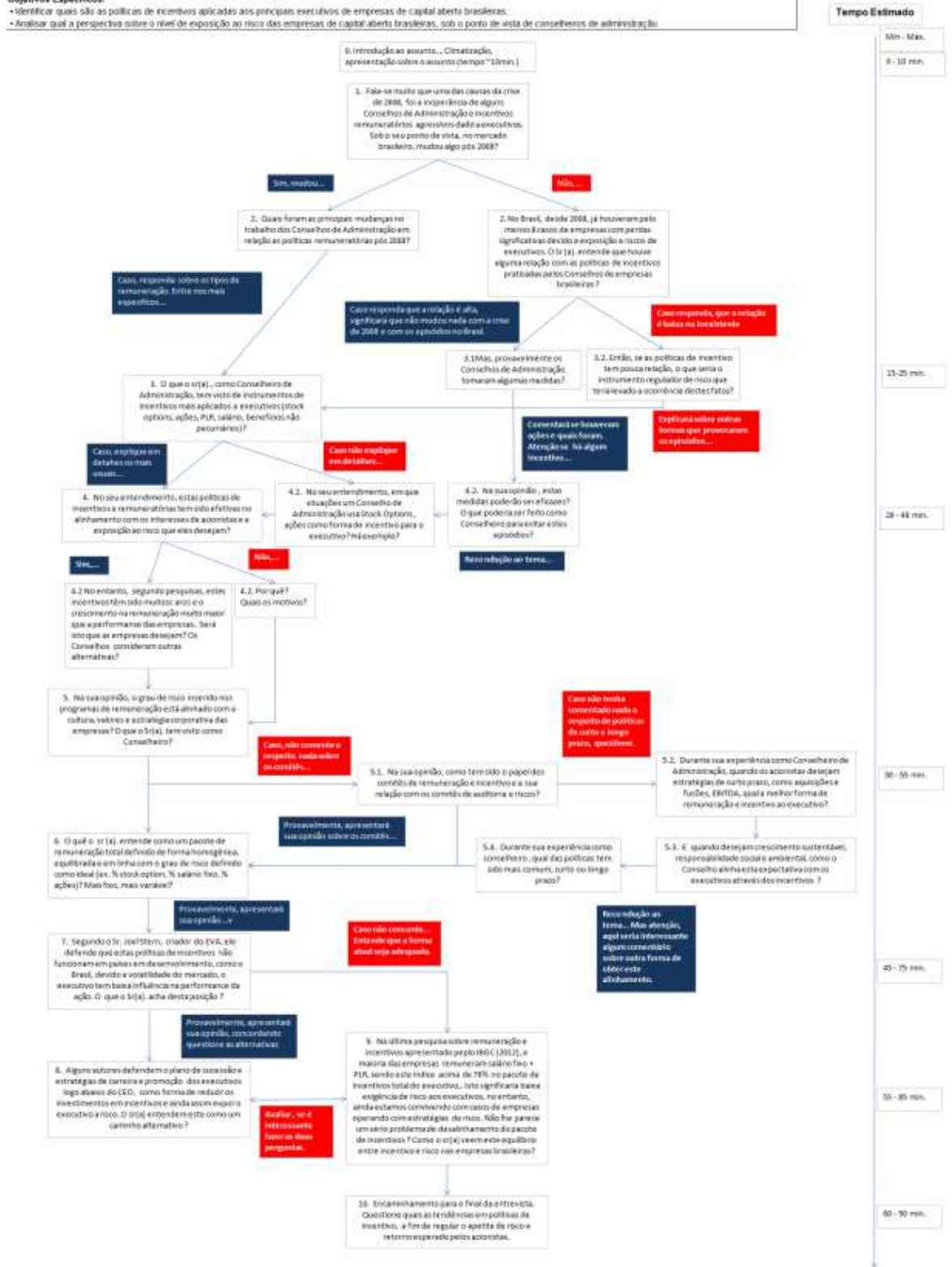
Roteiro de trabalho

Título: "OS IMPACTOS DAS POLÍTICAS DE INCENTIVOS NA EXPOSIÇÃO AO RISCO: O CENÁRIO BRASILEIRO SOBRE O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO"

Objetivo Geral: Investigar, sob o ponto de vista de conselheiros de administração, qual o cenário que as empresas de capital aberto brasileiras se encontram em relação à aplicação das políticas de incentivos, dadas aos princípios executivos de empresas, na exposição ao risco estratégico.

Objetivos Específicos:

- Identificar quais são as políticas de incentivos aplicadas aos principais executivos de empresas de capital aberto brasileiras.
- Analisar qual a perspectiva sobre o nível de exposição ao risco das empresas de capital aberto brasileiras, sob o ponto de vista de conselheiros de administração.



Fonte: Elaboração do autor.

ANEXO 2: RELAÇÃO ENTREVISTA EM PROFUNDIDADE COM TÓPICOS DA PESQUISA

Título: "POLÍTICAS DE INCENTIVOS E A EXPOSIÇÃO AO RISCO ESTRATÉGICO: O PONTO DE VISTA DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO"					
Objetivo Geral: Investigar a percepção dos conselheiros de administração, em relação à exposição ao risco estratégico da empresa determinado pela implementação de políticas de incentivos aos seus principais executivos.					
Objetivos Específicos:					
<ul style="list-style-type: none"> • Identificar quais são as políticas de incentivos aplicadas aos principais executivos de empresas de capital aberto brasileiras. • Analisar qual a perspectiva sobre o nível de exposição ao risco das empresas de capital aberto brasileiras, sob o ponto de vista de conselheiros de administração. 					

#	Questão geral	Grupo de Questões	Grupos de questões por inviabilidade	Grupos relacionados ao objetivo	Tema
1	Como induzir os executivos a agirem conforme interesse dos acionistas?			Alinhamento entre executivo e acionistas	Teoria da agência
2	Remuneração e incentivos mitigam os conflitos de agência?	Uma das causas da crise de 2008, foi a inoperância de alguns Conselhos de Administração e incentivos remuneratórios agressivos dado a executivos. Sob o seu ponto de vista, no mercado brasileiro, mudou algo pós 2008?	Como o sr. entende que deveria ser o processo de negociação de um pacote de incentivos para executivos?	Eficácia dos pacotes de remuneração em relação aos conflitos de agência e pós 2008.	Políticas de incentivo e teoria da agência
3	Qual o principal desafio em alinhar os interesses do executivo e dos acionistas?	Quais foram as principais mudanças no trabalho dos Conselhos de Administração em relação as políticas remuneratórias pós 2008?	Como o sr. considera o executivo brasileiro em relação a tomada de decisão com risco? (avesso ou propenso ao risco).	Percepção de mudanças pós 2008.	Conselhos de administração e e políticas de incentivo.
		No Brasil, desde 2008, já houveram pelo menos 8 casos de empresas com perdas significativas devido a exposição a riscos de executivos. O sr (a). entende que houve alguma relação com as políticas de incentivos?		Relação no Brasil de exposição ao risco e política de incentivo.	Política de incentivo e risco estratégico
		Na sua opinião, como tem sido o papel dos comitês de remuneração e incentivo e a sua relação com os comitês de auditoria e riscos?		Percepção sobre os comitês de Conselho de Administração	Conselhos de administração e e políticas de incentivo.
4	Quais critérios são levados em conta na definição de um pacote de incentivo dado ao executivo?	Quais os instrumentos de incentivos mais aplicados a executivos no Brasil (stock options, ações, PLR, salário, benefícios não pecuniários), na sua opinião?		Percepção dos tipos de incentivos mais comuns.	Conselhos de administração e e políticas de incentivo.
		Como os Conselhos de administração podem levar em conta a cultura, valores e estratégia corporativa das empresas nas políticas de incentivo?		Eficácia dos incentivos no alinhamento na exposição ao risco	Política de incentivo e risco estratégico
		Alguns críticos argumentam que estes incentivos são investimentos caros e o crescimento na remuneração não corresponde a performance das empresas. Funciona remunerar por performance?		Política de incentivo e performance da empresa.	Política de incentivo e performance da empresa
		Alguns autores defendem o plano de sucessão e estratégias de carreira e promoção dos executivos logo abaixo do CEO, como forma de reduzir os investimentos em incentivos e ainda assim expor o executivo a risco. O sr(a) entende este como um caminho alternativo ?		Outras formas de incentivos	Política de incentivo e performance da empresa
		Durante sua experiência como Conselheiro de Administração, quando os acionistas desejam estratégias de curto prazo, como aquisições e fusões, EBITDA, qual é o melhor pacote de incentivo ao executivo?		Processo de definição da política de incentivo curto prazo.	Política de incentivo no curto prazo.
		E quando desejam crescimento sustentável, responsabilidade social e ambiental, como o Conselho alinha esta expectativa com os executivos através dos incentivos ?		Processo de definição da política de incentivo longo prazo.	Política de incentivo no longo prazo.
		Durante sua experiência como conselheiro, qual das políticas tem sido mais comum em empresas brasileiras, curto ou longo prazo?		A forma de valorização da ação mais comum (curto e longo prazo)	Política de incentivo no curto e longo prazo.
		Como definir um pacote de remuneração total ideal, definido de forma homogênea, equilibrada e em linha com o grau de risco (ex. % stock option, % salário fixo, % ações)? Mais fixo, mais variável?		Remuneração conforme o grau de risco.	Política de incentivo e risco estratégico
		Segundo o Sr. Joel Stern, criador do EVA, ele defende que estas políticas de incentivos não funcionam em países em desenvolvimento, como o Brasil, devido a volatilidade do mercado, o executivo tem baixa influência na performance da ação. O que o sr(a). acha desta posição ?		Remuneração conforme o grau de risco.	Política de incentivo e risco estratégico.
5	São eficientes as clausulas "say on pay" and "Clowback"?	Na última pesquisa sobre remuneração e incentivos apresentado pelo IBGC (2012), a maioria das empresas remuneram salário fixo + PLR, sendo este índice acima de 70% no pacote de incentivos total do executivo. Isto significaria baixa exigência de risco aos executivos, no entanto, ainda estamos convivendo com casos de empresas operando com estratégias de risco. Não lhe parece um sério problema de desalinhamento do pacote de incentivos ? Como o sr(a) veem este equilíbrio entre incentivo e risco nas empresas brasileiras?		Remuneração conforme o grau de risco.	Política de incentivo e risco estratégico.
6	O que sr. acha do uso de títulos da dívida como forma de incentivo para executivos?	Questione quais as tendências em políticas de incentivo, a fim de regular o apetite de risco e retorno esperado pelos acionistas.		Remuneração conforme o grau de risco.	Política de incentivo e risco estratégico.

Fonte: Elaboração do autor.

APÊNDICE 1: CONSOLIDAÇÃO DAS LEIS TRABALHISTAS: DECRETO LEI 5452/43

TÍTULO IV

DO CONTRATO INDIVIDUAL DO TRABALHO

CAPÍTULO I

DISPOSIÇÕES GERAIS

Art. 442 - Contrato individual de trabalho é o acordo tácito ou expresso, correspondente à relação de emprego.

Parágrafo único - Qualquer que seja o ramo de atividade da sociedade cooperativa, não existe vínculo empregatício entre ela e seus associados, nem entre estes e os tomadores de serviços daquela. [\(Incluído pela Lei nº 8.949, de 9.12.1994\)](#) [\(Vide Mensagem de veto\)](#)

Art. 442-A. Para fins de contratação, o empregador não exigirá do candidato a emprego comprovação de experiência prévia por tempo superior a 6 (seis) meses no mesmo tipo de atividade. [\(Redação dada pela Lei nº 11.644, de 2008\).](#)

Art. 443 - O contrato individual de trabalho poderá ser acordado tácita ou expressamente, verbalmente ou por escrito e por prazo determinado ou indeterminado.

§ 1º - Considera-se como de prazo determinado o contrato de trabalho cuja vigência dependa de termo prefixado ou da execução de serviços especificados ou ainda da realização de certo acontecimento suscetível de previsão aproximada. [\(Parágrafo único renumerado pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

§ 2º - O contrato por prazo determinado só será válido em se tratando: [\(Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

a) de serviço cuja natureza ou transitoriedade justifique a predeterminação do prazo; [\(Incluída pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

b) de atividades empresariais de caráter transitório; [\(Incluída pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

c) de contrato de experiência. [\(Incluída pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

Art. 444 - As relações contratuais de trabalho podem ser objeto de livre estipulação das partes interessadas em tudo quanto não contravenha às disposições de proteção ao trabalho, aos contratos coletivos que lhes sejam aplicáveis e às decisões das autoridades competentes.

Art. 445 - O contrato de trabalho por prazo determinado não poderá ser estipulado por mais de 2 (dois) anos, observada a regra do art. 451. [\(Redação dada pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

Parágrafo único. O contrato de experiência não poderá exceder de 90 (noventa) dias. [\(Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967\)](#)

Art. 446 - [\(Revogado pela Lei nº 7.855, de 24.10.1989\)](#)

Art. 447 - Na falta de acordo ou prova sobre condição essencial ao contrato verbal, esta se presume existente, como se a tivessem estatuído os interessados na conformidade dos preceitos jurídicos adequados à sua legitimidade.

Art. 448 - A mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados.

Art. 449 - Os direitos oriundos da existência do contrato de trabalho subsistirão em caso de falência, concordata ou dissolução da empresa.

§ 1º - Na falência constituirão créditos privilegiados a totalidade dos salários devidos ao empregado e a totalidade das indenizações a que tiver direito. ([Redação dada pela Lei nº 6.449, de 14.10.1977](#))

§ 2º - Havendo concordata na falência, será facultado aos contratantes tornar sem efeito a rescisão do contrato de trabalho e conseqüente indenização, desde que o empregador pague, no mínimo, a metade dos salários que seriam devidos ao empregado durante o interregno.

Art. 450 - Ao empregado chamado a ocupar, em comissão, interinamente, ou em substituição eventual ou temporária, cargo diverso do que exercer na empresa, serão garantidas a contagem do tempo naquele serviço, bem como volta ao cargo anterior.

Art. 451 - O contrato de trabalho por prazo determinado que, tácita ou expressamente, for prorrogado mais de uma vez passará a vigorar sem determinação de prazo. ([Vide Lei nº 9.601, de 1998](#))

Art. 452 - Considera-se por prazo indeterminado todo contrato que suceder, dentro de 6 (seis) meses, a outro contrato por prazo determinado, salvo se a expiração deste dependeu da execução de serviços especializados ou da realização de certos acontecimentos.

Art. 453 - No tempo de serviço do empregado, quando readmitido, serão computados os períodos, ainda que não contínuos, em que tiver trabalhado anteriormente na empresa, salvo se houver sido despedido por falta grave, recebido indenização legal ou se aposentado espontaneamente. ([Redação dada pela Lei nº 6.204, de 29.4.1975](#))

§ 1º [Vide ADIN 1770-4](#)).

§ 2º O ato de concessão de benefício de aposentadoria a empregado que não tiver completado 35 (trinta e cinco) anos de serviço, se homem, ou trinta, se mulher, importa em extinção do vínculo empregatício. ([Incluído pela Lei nº 9.528, de 10.12.1997](#)) ([Vide ADIN 1721-3](#)).

Art. 454 - Na vigência do contrato de trabalho, as invenções do empregado, quando decorrentes de sua contribuição pessoal e da instalação ou equipamento fornecidos pelo empregador, serão de propriedade comum, em partes iguais, salvo se o contrato de trabalho tiver por objeto, implícita ou explicitamente, pesquisa científica. ([Vide Lei nº 9.279, de 14.5.1996](#))

Parágrafo único. Ao empregador caberá a exploração do invento, ficando obrigado a promovê-la no prazo de um ano da data da concessão da patente, sob pena de reverter em favor do empregado da plena propriedade desse invento. ([Vide Lei nº 9.279, de 14.5.1996](#))

Art. 455 - Nos contratos de subempreitada responderá o subempreiteiro pelas obrigações derivadas do contrato de trabalho que celebrar, cabendo, todavia, aos empregados, o direito de reclamação contra o empreiteiro principal pelo inadimplemento daquelas obrigações por parte do primeiro.

Parágrafo único - Ao empreiteiro principal fica ressalvada, nos termos da lei civil, ação regressiva contra o subempreiteiro e a retenção de importâncias a este devidas, para a garantia das obrigações previstas neste artigo.

Art. 456. A prova do contrato individual do trabalho será feita pelas anotações constantes da carteira profissional ou por instrumento escrito e suprida por todos os meios permitidos em direito. ([Vide Decreto-Lei nº 926, de 1969](#))

Parágrafo único. A falta de prova ou inexistindo cláusula expressa e tal respeito, entender-se-á que o empregado se obrigou a todo e qualquer serviço compatível com a sua condição pessoal.

CAPÍTULO II

DA REMUNERAÇÃO

Art. 457 - Compreendem-se na remuneração do empregado, para todos os efeitos legais, além do salário devido e pago diretamente pelo empregador, como contraprestação do serviço, as gorjetas que receber. ([Redação dada pela Lei nº 1.999, de 1.10.1953](#))

§ 1º - Integram o salário não só a importância fixa estipulada, como também as comissões, percentagens, gratificações ajustadas, diárias para viagens e abonos pagos pelo empregador. ([Redação dada pela Lei nº 1.999, de 1.10.1953](#))

§ 2º - Não se incluem nos salários as ajudas de custo, assim como as diárias para viagem que não excedam de 50% (cinquenta por cento) do salário percebido pelo empregado. ([Redação dada pela Lei nº 1.999, de 1.10.1953](#))

§ 3º - Considera-se gorjeta não só a importância espontaneamente dada pelo cliente ao empregado, como também aquela que for cobrada pela empresa ao cliente, como adicional nas contas, a qualquer título, e destinada a distribuição aos empregados. ([Redação dada pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

Art. 458 - Além do pagamento em dinheiro, compreende-se no salário, para todos os efeitos legais, a alimentação, habitação, vestuário ou outras prestações "in natura" que a empresa, por força do contrato ou do costume, fornecer habitualmente ao empregado. Em caso algum será permitido o pagamento com bebidas alcoólicas ou drogas nocivas. ([Redação dada pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

§ 1º Os valores atribuídos às prestações "in natura" deverão ser justos e razoáveis, não podendo exceder, em cada caso, os dos percentuais das parcelas componentes do salário-mínimo (arts. 81 e 82). ([Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

§ 2º Para os efeitos previstos neste artigo, não serão consideradas como salário as seguintes utilidades concedidas pelo empregador: ([Redação dada pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001](#))

I – vestuários, equipamentos e outros acessórios fornecidos aos empregados e utilizados no local de trabalho, para a prestação do serviço; ([Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001](#))

II – educação, em estabelecimento de ensino próprio ou de terceiros, compreendendo os valores relativos a matrícula, mensalidade, anuidade, livros e material didático; ([Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001](#))

III – transporte destinado ao deslocamento para o trabalho e retorno, em percurso servido ou não por transporte público; ([Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001](#))

IV – assistência médica, hospitalar e odontológica, prestada diretamente ou mediante seguro-saúde; [\(Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001\)](#)

V – seguros de vida e de acidentes pessoais; [\(Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001\)](#)

VI – previdência privada; [\(Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001\)](#)

VII – ~~(VETADO)~~ [\(Incluído pela Lei nº 10.243, de 19.6.2001\)](#)

VIII - o valor correspondente ao vale-cultura. [\(Incluído pela Lei nº 12.761, de 2012\)](#)

§ 3º - A habitação e a alimentação fornecidas como salário-utilidade deverão atender aos fins a que se destinam e não poderão exceder, respectivamente, a 25% (vinte e cinco por cento) e 20% (vinte por cento) do salário-contratual. [\(Incluído pela Lei nº 8.860, de 24.3.1994\)](#)

§ 4º - Tratando-se de habitação coletiva, o valor do salário-utilidade a ela correspondente será obtido mediante a divisão do justo valor da habitação pelo número de co-habitantes, vedada, em qualquer hipótese, a utilização da mesma unidade residencial por mais de uma família. [\(Incluído pela Lei nº 8.860, de 24.3.1994\)](#)

Art. 459 - O pagamento do salário, qualquer que seja a modalidade do trabalho, não deve ser estipulado por período superior a 1 (um) mês, salvo no que concerne a comissões, percentagens e gratificações.

§ 1º Quando o pagamento houver sido estipulado por mês, deverá ser efetuado, o mais tardar, até o quinto dia útil do mês subsequente ao vencido. [\(Redação dada pela Lei nº 7.855, de 24.10.1989\)](#)

Art. 460 - Na falta de estipulação do salário ou não havendo prova sobre a importância ajustada, o empregado terá direito a perceber salário igual ao daquela que, na mesma empresa, fizer serviço equivalente ou do que for habitualmente pago para serviço semelhante.

Art. 461 - Sendo idêntica a função, a todo trabalho de igual valor, prestado ao mesmo empregador, na mesma localidade, corresponderá igual salário, sem distinção de sexo, nacionalidade ou idade. [\(Redação dada pela Lei nº 1.723, de 8.11.1952\)](#)

§ 1º - Trabalho de igual valor, para os fins deste Capítulo, será o que for feito com igual produtividade e com a mesma perfeição técnica, entre pessoas cuja diferença de tempo de serviço não for superior a 2 (dois) anos. [\(Redação dada pela Lei nº 1.723, de 8.11.1952\)](#)

§ 2º - Os dispositivos deste artigo não prevalecerão quando o empregador tiver pessoal organizado em quadro de carreira, hipótese em que as promoções deverão obedecer aos critérios de antigüidade e merecimento. [\(Redação dada pela Lei nº 1.723, de 8.11.1952\)](#)

§ 3º - No caso do parágrafo anterior, as promoções deverão ser feitas alternadamente por merecimento e por antigüidade, dentro de cada categoria profissional. [\(Incluído pela Lei nº 1.723, de 8.11.1952\)](#)

§ 4º - O trabalhador readaptado em nova função por motivo de deficiência física ou mental atestada pelo órgão competente da Previdência Social não servirá de paradigma para fins de equiparação salarial. [\(Incluído pela Lei nº 5.798, de 31.8.1972\)](#)

Art. 462 - Ao empregador é vedado efetuar qualquer desconto nos salários do empregado, salvo quando este resultar de adiantamentos, de dispositivos de lei ou de contrato coletivo.

§ 1º - Em caso de dano causado pelo empregado, o desconto será lícito, desde de que esta possibilidade tenha sido acordada ou na ocorrência de dolo do empregado. ([Parágrafo único renumerado pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

§ 2º - É vedado à empresa que mantiver armazém para venda de mercadorias aos empregados ou serviços estimados a proporcionar-lhes prestações " in natura " exercer qualquer coação ou induzimento no sentido de que os empregados se utilizem do armazém ou dos serviços. ([Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

§ 3º - Sempre que não for possível o acesso dos empregados a armazéns ou serviços não mantidos pela Empresa, é lícito à autoridade competente determinar a adoção de medidas adequadas, visando a que as mercadorias sejam vendidas e os serviços prestados a preços razoáveis, sem intuito de lucro e sempre em benefício das empregados. ([Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

§ 4º - Observado o disposto neste Capítulo, é vedado às empresas limitar, por qualquer forma, a liberdade dos empregados de dispor do seu salário. ([Incluído pelo Decreto-lei nº 229, de 28.2.1967](#))

Art. 463 - A prestação, em espécie, do salário será paga em moeda corrente do País.

Parágrafo único - O pagamento do salário realizado com inobservância deste artigo considera-se como não feito.

Art. 464 - O pagamento do salário deverá ser efetuado contra recibo, assinado pelo empregado; em se tratando de analfabeto, mediante sua impressão digital, ou, não sendo esta possível, a seu rogo.

Parágrafo único. Terá força de recibo o comprovante de depósito em conta bancária, aberta para esse fim em nome de cada empregado, com o consentimento deste, em estabelecimento de crédito próximo ao local de trabalho. ([Parágrafo incluído pela Lei nº 9.528, de 10.12.1997](#))

Art. 465. O pagamento dos salários será efetuado em dia útil e no local do trabalho, dentro do horário do serviço ou imediatamente após o encerramento deste, salvo quando efetuado por depósito em conta bancária, observado o disposto no artigo anterior. ([Redação dada pela Lei nº 9.528, de 10.12.1997](#))

Art. 466 - O pagamento de comissões e percentagens só é exigível depois de ultimada a transação a que se referem.

§ 1º - Nas transações realizadas por prestações sucessivas, é exigível o pagamento das percentagens e comissões que lhes disserem respeito proporcionalmente à respectiva liquidação.

§ 2º - A cessação das relações de trabalho não prejudica a percepção das comissões e percentagens devidas na forma estabelecida por este artigo.

Art. 467. Em caso de rescisão de contrato de trabalho, havendo controvérsia sobre o montante das verbas rescisórias, o empregador é obrigado a pagar ao trabalhador, à data do comparecimento à Justiça do Trabalho, a parte incontroversa dessas verbas, sob pena de pagá-las acrescidas de cinquenta por cento". ([Redação dada pela Lei nº 10.272, de 5.9.2001](#))

Parágrafo único. O disposto no **caput** não se aplica à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios e as suas autarquias e fundações públicas. ([Incluído pela Medida provisória nº 2.180-35, de 2001](#))

Fonte: BRASIL (2013).

APÊNDICE 2: DECRETO 3.000 / 99-LEGISLAÇÃO DO IR PESSOA FÍSICA

Capítulo III RENDIMENTOS TRIBUTÁVEIS

Seção I

Rendimentos do Trabalho Assalariado e Assemelhados Rendimentos do Trabalho Assalariado, de Dirigentes e Conselheiros de Empresas, de Pensões, de Proventos e de Benefícios da Previdência Privada

Art. 43. São tributáveis os rendimentos provenientes do trabalho assalariado, as remunerações por trabalho prestado no exercício de empregos, cargos e funções, e quaisquer proventos ou vantagens percebidos, tais como (Lei n^o 4.506, de 1964, art. 16, Lei n^o 7.713, de 1988, art. 3^o, § 4^o, Lei n^o 8.383, de 1991, art. 74, e Lei n^o 9.317, de 1996, art. 25, e Medida Provisória n^o 1.769-55, de 11 de março de 1999, arts. 1^o e 2^o):

- I - salários, ordenados, vencimentos, soldos, soldadas, vantagens, subsídios, honorários, diárias de comparecimento, bolsas de estudo e de pesquisa, remuneração de estagiários;
- II - férias, inclusive as pagas em dobro, transformadas em pecúnia ou indenizadas, acrescidas dos respectivos abonos;
- III - licença especial ou licença-prêmio, inclusive quando convertida em pecúnia;
- IV - gratificações, participações, interesses, percentagens, prêmios e quotas-partes de multas ou receitas;
- V - comissões e corretagens;
- VI - aluguel do imóvel ocupado pelo empregado e pago pelo empregador a terceiros, ou a diferença entre o aluguel que o empregador paga pela locação do imóvel e o que cobra a menos do empregado pela respectiva sublocação;
- VII - valor locativo de cessão do uso de bens de propriedade do empregador;
- VIII - pagamento ou reembolso do imposto ou contribuições que a lei prevê como encargo do assalariado;
- IX - prêmio de seguro individual de vida do empregado pago pelo empregador, quando o empregado é o beneficiário do seguro, ou indica o beneficiário deste;
- X - verbas, dotações ou auxílios, para representações ou custeio de despesas necessárias para o exercício de cargo, função ou emprego;
- XI - pensões, civis ou militares, de qualquer natureza, meios-soldos e quaisquer outros proventos recebidos de antigo empregador, de institutos, caixas de aposentadoria ou de entidades governamentais, em virtude de empregos, cargos ou funções exercidos no passado;
- XII - a parcela que exceder ao valor previsto no art. 39, XXXIV;
- XIII - as remunerações relativas à prestação de serviço por:

- a) representantes comerciais autônomos (Lei n^o 9.250, de 1995, art. 34, § 1^o, alínea "b");
- b) conselheiros fiscais e de administração, quando decorrentes de obrigação contratual ou estatutária;
- c) diretores ou administradores de sociedades anônimas, civis ou de qualquer espécie, quando decorrentes de obrigação contratual ou estatutária;
- d) titular de empresa individual ou sócios de qualquer espécie de sociedade, inclusive as optantes pelo SIMPLES de que trata a Lei n^o 9.317, de 1996;
- e) trabalhadores que prestem serviços a diversas empresas, agrupados ou não em sindicato, inclusive estivadores, conferentes e assemelhados;

XIV - os benefícios recebidos de entidades de previdência privada, bem como as importâncias correspondentes ao resgate de contribuições, observado o disposto no art. 39, XXXVIII (Lei n^o 9.250, de 1995, art. 33);

XV - os resgates efetuados pelo quotista de Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI (Lei n^o 9.477, de 1997, art. 10, § 2^o);

XVI - outras despesas ou encargos pagos pelos empregadores em favor do empregado;

XVII - benefícios e vantagens concedidos a administradores, diretores, gerentes e seus assessores, ou a terceiros em relação à pessoa jurídica, tais como:

- a) a contraprestação de arrendamento mercantil ou o aluguel ou, quando for o caso, os respectivos encargos de depreciação, relativos a veículos utilizados no transporte dessas pessoas e imóveis cedidos para seu uso;
- b) as despesas pagas diretamente ou mediante a contratação de terceiros, tais como a aquisição de alimentos ou quaisquer outros bens para utilização pelo beneficiário fora do estabelecimento da empresa, os pagamentos relativos a clubes e assemelhados, os salários e respectivos encargos sociais de empregados postos à disposição ou cedidos pela empresa, a conservação, o custeio e a manutenção dos bens referidos na alínea "a".

§ 1º Para os efeitos de tributação, equipara-se a diretor de sociedade anônima o representante, no Brasil, de firmas ou sociedades estrangeiras autorizadas a funcionar no território nacional (Lei nº 3.470, de 1958, art. 45).

§ 2º Os rendimentos de que trata o inciso XVII, quando tributados na forma do § 1º do art. 675, não serão adicionados à remuneração (Lei nº 8.383, de 1991, art. 74, § 2º).

§ 3º Serão também considerados rendimentos tributáveis a atualização monetária, os juros de mora e quaisquer outras indenizações pelo atraso no pagamento das remunerações previstas neste artigo (Lei nº 4.506, de 1964, art. 16, parágrafo único).

Seção V

Outros Rendimentos

Art. 55. São também tributáveis (Lei nº 4.506, de 1964, art. 26, Lei nº 7.713, de 1988, art. 3º, § 4º, e Lei nº 9.430, de 1996, arts. 24, § 2º, inciso IV, e 70, § 3º, inciso I):

- I - as importâncias com que for beneficiado o devedor, nos casos de perdão ou cancelamento de dívida em troca de serviços prestados;
- II - as importâncias originadas dos títulos que tocarem ao meeiro, herdeiro ou legatário, ainda que correspondam a período anterior à data da partilha ou adjudicação dos bens, excluída a parte já tributada em poder do espólio;
- III - os lucros do comércio e da indústria, auferidos por todo aquele que não exercer, habitualmente, a profissão de comerciante ou industrial;
- IV - os rendimentos recebidos na forma de bens ou direitos, avaliados em dinheiro, pelo valor que tiverem na data da percepção;
- V - os rendimentos recebidos de governo estrangeiro e de organismos internacionais, quando correspondam à atividade exercida no território nacional, observado o disposto no art. 22;
- VI - as importâncias recebidas a título de juros e indenizações por lucros cessantes;
- VII - os rendimentos recebidos no exterior, transferidos ou não para o Brasil, decorrentes de atividade desenvolvida ou de capital situado no exterior;
- VIII - as importâncias relativas a multas ou vantagens recebidas de pessoa física no caso de rescisão de contrato, ressalvado o disposto no art. 39, XX;
- IX - a multa ou qualquer outra vantagem recebida de pessoa jurídica, ainda que a título de indenização, em virtude de rescisão de contrato, ressalvado o disposto no art. 39, XX;
- X - os rendimentos derivados de atividades ou transações ilícitas ou percebidos com infração à lei, independentemente das sanções que couberem;
- XI - os interesses e quaisquer outros rendimentos de partes beneficiárias ou de fundador e de outros títulos semelhantes;
- XII - o valor do resgate dos títulos a que se refere o inciso anterior, quando recebidos gratuitamente;
- XIII - as quantias correspondentes ao acréscimo patrimonial da pessoa física, apurado mensalmente, quando esse acréscimo não for justificado pelos rendimentos tributáveis, não tributáveis, tributados exclusivamente na fonte ou objeto de tributação definitiva;
- XIV - os juros compensatórios ou moratórios de qualquer natureza, inclusive os que resultarem de sentença, e quaisquer outras indenizações por atraso de pagamento, exceto aqueles correspondentes a rendimentos isentos ou não tributáveis;
- XV - o salário-educação e auxílio-creche recebidos em dinheiro;
- XVI - os juros e quaisquer interesses produzidos pelo capital aplicado, ainda que resultante de rendimentos não tributáveis ou isentos;

XVII - o valor do laudêmio recebido;

XVIII - os juros determinados de acordo com o art. 22 da Lei n^o 9.430, de 1996 (art. 243);

XIX - os lucros e dividendos efetivamente pagos a sócios ou titular de empresa individual, escriturados no Livro Caixa ou nos livros de escrituração contábil, que ultrapassem o valor do lucro presumido de que tratam os incisos XXVII e XXVIII do art. 39, deduzido do imposto sobre a renda correspondente (Lei n^o 8.541, de 1992, art. 20, e Lei n^o 8.981, de 1995, art. 46).

Parágrafo único. Na hipótese do inciso XIII, o valor apurado será acrescido ao valor dos rendimentos tributáveis na declaração de rendimentos, submetendo-se à aplicação das alíquotas constantes da tabela progressiva de que trata o art. 86.

Fonte: BRASIL (2013).