

LUCAS BRAUN

**INCENTIVOS AOS ADMINISTRADORES: A OPÇÃO DE
COMPRA DE AÇÕES**

Dissertação apresentada ao Departamento de Direito
Comercial, como exigência parcial para a obtenção do título
de Mestre.

Orientação: Professora Associada Doutora Rachel Sztajn

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo, 2013

AGRADECIMENTOS

À Professora Rachel Sztajn, pelos ensinamentos transmitidos ao longo dos últimos anos e, principalmente, pela renovada instigação ao pensamento crítico.

À Professora Juliana Krueger Pela, pelo exemplo de profissionalismo e seriedade.

A João Ricardo de Azevedo Ribeiro, Moacir Zilbovicius e Marcelo Ricupero, pelas lições profissionais decisivas para a realização desta dissertação. Em nome destes, fica ainda o agradecimento a todos os profissionais do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados com os quais trabalho desde outubro de 2005.

Aos meus egrégios amigos, aos meus pais e à minha irmã, pelo inestimável apoio.

À Clarissa, por ser meu eterno incentivo.

Though Enron has become the symbol for shareholder abuse, there is no shortage of egregious conduct elsewhere in corporate America. One story I've heard illustrates the all-too-common attitude of managers toward owners: A gorgeous woman slinks up to a CEO at a party and through moist lips purrs "I'll do anything – anything - you want. Just tell me what you would like". With no hesitation, he replies, "Reprice my options".

WARREN BUFFET, em carta aos acionistas da Berkshire Hathaway de 28 de fevereiro de 2002¹.

¹ Disponível em: <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2001pdf.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

RESUMO

A outorga de opções de compra de ações ao administrador de uma companhia é tradicionalmente vista como uma prática de governança corporativa salutar, na medida em que contribui para a superação do conflito de agência existente entre executivos e acionistas. No entanto, esta dissertação de mestrado tem como objetivo oferecer uma visão alternativa ao tema. Pretende-se demonstrar que, caso este incentivo não seja estruturado e acompanhado corretamente, o seu uso pode levar à destruição de valor da companhia. Deste modo, exploram-se, nos dois capítulos iniciais, as bases jurídicas e econômicas da concessão de opções de compra de ações. No capítulo seguinte são abordados quatro aspectos fundamentais desta questão, os quais, surpreendentemente, são ignorados pela doutrina nacional. São eles: o custo das opções de compra de ações, as limitações dos seus benefícios, os seus principais problemas e as possíveis explicações para a realização de tais outorgas. No quarto capítulo, discutem-se as falhas das estratégias legais disponíveis para o controle das distorções surgidas no contexto da outorga de opções de compra de ações. Na parte final desta dissertação, são apresentadas as conclusões sobre o tema, propondo-se que o regulamento de listagem nos segmentos de práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA seja alterado para contemplar regras específicas quanto à outorga de opções de compra de ações. Adicionalmente, os anexos à dissertação resumem os principais resultados de uma extensa pesquisa a respeito das características da remuneração dos administradores e dos incentivos baseados em ações adotados pelas companhias abertas brasileiras.

Palavras-Chave: opções de compra de ações - conflitos de agência – incentivos - remuneração de executivos - governança corporativa.

ABSTRACT

Granting of stock options to a company's manager is generally seen as a positive corporate governance practice as it helps to overcome the agency problem between shareholders and executives. This thesis however aims to offer an alternative approach to this subject. Its purpose is to demonstrate that, to the extent that this incentive is not properly designed and monitored, it may lead to destruction of company's value. Therefore, the first two chapters explore the legal and economical foundations of the stock options grants. The next chapter discusses four fundamental aspects of this matter, which, surprisingly enough, are ignored by the Brazilian legal literature. They are the following: the cost of granting stock options, the shortcomings of its benefits, its main problems and the plausible explanations for such grants. The flaws of the legal strategies available to control the distortions caused by stock options are discussed in the fourth chapter. In the final part of the thesis, the conclusions of this study are presented and an amendment to the corporate governance listing rules of BM&FBOVESPA is suggested, in order to address specific rules regarding stock options grants. Additionally, the schedules to this thesis summarize the main findings of an extensive research on the characteristics of executive compensation and stock-based incentives adopted by Brazilian listed companies.

Key Words: stock options - agency problems - incentives - executive compensation - corporate governance.

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO..... | 8 |
| 1. CONTEXTO JURÍDICO: PRINCIPAIS ASPECTOS LEGAIS DA OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES | 15 |
| 1.1. Previsão legal das Opções de Compra de Ações no Sistema Jurídico Brasileiro..... | 15 |
| 1.2. Natureza Jurídica das Opções de Compra de Ações..... | 16 |
| 1.3. Como Funcionam as Opções de Compra de Ações? | 21 |
| 1.4. O Interesse Social como Princípio Orientador da Outorga de Opção de Compra de Ações na Lei 6.404/76 | 24 |
| 2. CONTEXTO ECONÔMICO: TEORIA DA AGÊNCIA E AS OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES | 30 |
| 2.1. As Opções de Compra de Ações e o Conceito de Remuneração..... | 30 |
| 2.2. A Importância da Política de Remuneração de uma Companhia | 33 |
| 2.3. A Política de Remuneração como uma Resposta aos Problemas da Agência..... | 37 |
| 3. QUATRO PERGUNTAS FUNDAMENTAIS ACERCA DO USO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES | 44 |
| 3.1. Considerações Iniciais | 44 |
| 3.2. Quanto Custa a Outorga das Opções de Compra de Ações? | 45 |
| 3.3. A Outorga das Opções de Compra de Ações é Benéfica à Companhia?..... | 49 |
| 3.3.1. Atração de Profissionais Qualificados | 53 |
| 3.3.2.Retenção de Profissionais Qualificaddos | 55 |
| 3.3.3. Alinhamento de Interesses | 56 |
| 3.3.4. Benefícios Inatingíveis | 58 |
| 3.4. Quais os Principais Problemas Associados à Outorga de Opções de Compra de Ações? | 59 |

| | |
|---|------------|
| 3.4.1 Problemas Estruturais dos Planos de Outorga de Opção de Compra de Ações | 60 |
| 3.4.1.1. Ausência de Filtros de Tendências de Mercado | 61 |
| 3.4.1.2. Uniformidade na fixação do Preço de Exercício | 63 |
| 3.4.1.3 Liberdade para Neutralizar Incentivos..... | 64 |
| 3.4.1.4.Mudanças nas Regras do Jogo: O Uso de opções Ajustadas..... | 66 |
| 3.4.2. Problemas de Incentivos dos Planos de Outorga de Opção de Compra de Ações | 68 |
| 3.4.2.1. Incentivos à Manipulação de Resultado | 68 |
| 3.4.2.2. Incentivos à Assunção Exagerada de Riscos | 79 |
| 3.4.2.3. Incentivos à Diminuição de Distribuição de Dividendos | 84 |
| 3.5. Por que se Outorgam Opções de Compra de Ações? | 87 |
| 4. ESTRTEGIAS RELACIONADAS ÀS OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES..... | 93 |
| 4.1. A Importância das Estratégias Legais | 93 |
| 4.2. Estratégia <i>ex ante</i> : A Aprovação Prévia pelos Acionistas..... | 95 |
| 4.2.1. O Papel da Assembleia Geral | 95 |
| 4.2.2. Limites à Atuação da Assembleia Geral..... | 96 |
| 4.3. Estratégias <i>ex post</i> : Deveres Fiduciários e Divulgação de Informações | 100 |
| 4.3.1. O Papel do Conselho de Administração | 100 |
| 4.3.2. Limites à Atuação dos Conselheiros de Administração | 103 |
| 4.3.3. O Advento dos Comitês de Remuneração | 106 |
| 4.3.4. A Divulgação de Informações e o Controle pelo Mercado | 107 |
| CONCLUSÃO..... | 112 |
| BIBLIOGRAFIA | 117 |
| ANEXO A - ADOÇÃO DE INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES | 126 |

| | |
|---|------------|
| ANEXO B - COMPOSIÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES | 132 |
| ANEXO C - OBJETIVOS DOS INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES..... | 142 |
| ANEXO D - PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES DOS PLANOS DE OUTORGA DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES..... | 155 |

INTRODUÇÃO

Conta-se que, certa vez, Deng Xiaoping, líder responsável pelas reformas econômicas empreendidas na China a partir do final dos anos 70 e, talvez, uma das figuras mais importantes do século XX, levou seu neto para visitar Mao Zedong. Ao avistá-lo, o grande timoneiro reagiu calorosamente: “me chame de tio-avô”; ao que a criança replicou: “eu jamais poderia fazer isso, Camarada Mao”. Deng, com seu usual pragmatismo, sugeriu: “tente dar uma maçã a ele”. Ao receber a fruta, a resposta do garoto foi: “obrigado, tio-avô!”. “Veja só” concluiu Deng, satisfeito “o que se pode alcançar por meio de um incentivo”².

Incentivo: vocábulo que figura em qualquer texto – seja ele jornalístico ou acadêmico - a respeito da outorga de opções de compra de ações aos administradores de uma companhia. A palavra é repetida incansáveis vezes, a ponto de constituir-se quase que como sinônimo do objeto deste estudo, e carrega consigo, invariavelmente, uma conotação positiva.

Não são poucos aqueles que louvam as opções de compra de ações, exaltando-as em um desfile de lugares comuns, tais como: alinhamento de interesses, atração e retenção de talentos, premiação de esforços, aumento da eficiência. Um desavisado pensaria estar diante de verdadeira panaceia corporativa – erroneamente, ao que se pretende demonstrar.

Recorrendo-se à definição semântica da palavra “incentivo”, tem-se que esta corresponde àquilo que incentiva, incita ou excita³. Note-se que não há correlação direta com situações benéficas e, portanto, o estímulo em questão pode ser indesejado. Esta dissertação apoia-se, justamente, nesta premissa.

A esse respeito, Sztajn ensina que não se pode descartar, no desenvolvimento das atividades econômicas e aumento da separação entre propriedade e controle, a existência de

² EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57, jan. 1989. Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

³ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio Século XXI: o Dicionário da Língua Portuguesa*. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999, p. 1092.

incentivos para que os administradores se aproveitem do poder que detêm, causando prejuízos aos titulares do capital social e até dos empregados⁴. Trata-se de um problema estrutural no funcionamento das companhias, especialmente aquelas com maior dispersão acionária.

Assim, sem que se negue que as opções de compra de ações cumprem, em determinadas condições, papel importante na gestão empresarial, o objetivo deste estudo é desafiar o senso comum a respeito do tema, apresentando situações em que se verifica perda de valor à companhia e seus acionistas em virtude do uso de tais incentivos.

A premissa ora adotada baseia-se em larga evidência fática. A partir da década de 80, popularizou-se nos Estados Unidos a outorga de opção de compra de ações aos executivos⁵, principalmente em resposta às afirmações de que a política salarial das companhias americanas era totalmente desconectada de qualquer parâmetro de avaliação de desempenho. A questão ganhou notoriedade por meio de dois artigos de Jensen e Murphy⁶, e mais tarde foi encampada por investidores institucionais e órgãos de defesa dos interesses de acionistas.

A teoria é simples: os acionistas de uma determinada companhia desejam que o administrador tome decisões que maximizem o valor da organização e, por consequência, dos seus sócios. O executivo, ser humano racional que persegue o seu próprio bem-estar, prioriza os benefícios que ele, individualmente, experimentará a partir de suas decisões. Assim, na medida em que proporciona uma coincidência de interesses, as opções de compra de ações constituem-se em mecanismos de incentivo para que o administrador faça as escolhas apropriadas⁷.

⁴ SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 61.

⁵ Hall e Murphy apontam que o uso de opções de compra de ações como ferramenta de remuneração entre as companhias norte-americanas sofreu um aumento significativo durante a década de 90. HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 1, maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

⁶ Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, abr. 1990. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/Jensen-Murphy.pdf>>. CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, maio-jun. 1990. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148>. Acesso em: 12 dez.2012.

⁷ Essa é a essência dos textos de Jensen e Murphy referenciados na nota de rodapé imediatamente anterior a esta.

A ideia ganhou corpo. Já na metade dos anos 90, aproximadamente 70% dos executivos norte-americanos recebiam opções de compra de ações⁸. Concomitantemente ao aumento do uso desta modalidade de incentivo, o mercado de capitais dos Estados Unidos passou por um período de sucessivas altas e recordes de investimento (em um movimento de mercado apelidado de *bull market*). O resultado não poderia ser diferente: os executivos de companhias listadas em bolsa obtiveram ganhos sem precedentes, suscitando um inflamado debate na mídia. Diversos acadêmicos voltaram sua atenção ao tema⁹, produzindo extensa literatura a respeito.

A partir do início do século XXI, a emergência de diversos escândalos corporativos, capitaneados pela quebra das gigantes Enron e WorldCom, fez com que esta discussão ganhasse ainda mais importância, eis que se demonstrou relação empírica entre políticas de incentivo e premiação de atos criminosos¹⁰. Eclodiram também notícias de irregularidades na própria concessão das opções, após se verificar que a administração de algumas companhias aplicava datas retroativas às outorgas¹¹. De valiosos instrumentos de gestão as opções de compra de ações passaram a ocupar o papel de vilão do mundo empresarial estadunidense, multiplicando-se os críticos em relação à sua adoção.

Após um período de arrefecimento da discussão, a crise financeira do *subprime*, iniciada em 2007, fez com que ganhasse novo fôlego. Alguns autores sugeriram que a

⁸ Em comparação, no início dos anos 80, este percentual era de aproximadamente 30%. HALL, Brian; LIEBMAN, Jeffrey. Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, p.663, ago. 1998. Disponível em: <http://www.hks.harvard.edu/jeffreyliebman/hall_liebman_qje.pdf>. Acesso em: 12 dez.2012.

⁹ Conforme Murphy, “*CEO pay research has grown even faster than CEO paychecks, skyrocketing from 1-2 papers per year prior to 1985 to sixty papers in 1995*”. MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. p. 54, abr. 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁰ “*Circumstantial evidence suggests that some CEOs who fiddle the accounts are the same persons who receive exorbitant compensations, e.g. Enron’s Kenneth Lay and WorldCom’s Scott Sullivan. This relationship has also been empirically established. Over the period 1992 to 2001, it has been demonstrated that a higher amount of variable pay for performance [...] is linked to fraud*”. FREY, Bruno S.; OSTERLOH, Margit. Yes, Managers Should be Paid Like Bureaucrats. *CESifo Working Paper*, n. 1379, p. 3. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=555697>. No mesmo sentido, HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options, *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 2, maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹¹ É o que se convencionou chamar de *option backdating*. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 477.

estrutura de remuneração adotada pelas instituições financeiras incentivou a gestão irresponsável de seus executivos¹². Nesta linha, em agosto de 2012, noticiou-se que diversos bancos europeus estavam buscando medidas para retomar os bônus pagos em exercícios anteriores em vista da descoberta de práticas fraudulentas por parte de seus colaboradores¹³. Os debates acerca da remuneração dos executivos (incluindo, portanto, a outorga de incentivos) ocupam, novamente, posição de destaque na mídia global.

No âmbito nacional, tem-se que as opções de compra de ações estão presentes no sistema jurídico brasileiro há quase meio século (desde a edição Lei 4.728/65 e posterior tratamento na lei do anonimato de 1976). Contudo, apenas recentemente passaram a ser adotadas de forma mais abrangente pelas companhias abertas no contexto do crescimento econômico e dinamização do mercado de capitais brasileiro que se verificou na última década¹⁴.

Dentre os demais fatores que contribuíram para a popularização da outorga de opções de compra de ações, comumente menciona-se a acirrada disputa por profissionais talentosos por companhias brasileiras em concorrência com multinacionais, as quais, em sua maioria, adotam tais sistemas de incentivos há décadas. Além da escassez de mão de obra no mercado interno, também há de se considerar a emergência da denominada “geração y”, representada por jovens de 18 a 30 anos com uma menor tolerância à estrutura organizacional e à hierarquia. A concessão destes incentivos, portanto, concebe-se como uma forma de balizar as

¹² BEBCHUK, Lucian A.; SPAMANN, Holger. Regulating Bankers' Pay. *Discussion Paper*, n. 641, p. 8. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹³ “Bancos se armam para retomar bônus de executivos” publicado no Valor Econômico em 28 de agosto de 2012.

¹⁴ Como informam Aragão e Soares, “a utilização do mecanismo generalizou-se, no entanto, apenas a partir da primeira década deste novo século, quando a corrida das companhias brasileiras à bolsa – impulsionada pelo advento do segmento especial de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo denominado Novo Mercado e pelo crescimento da economia global – tornou necessária a utilização deste mecanismo inovador.” ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 158.

expectativas e reter os impacientes jovens profissionais em benefício da atividade empresarial¹⁵.

Esta tendência pode ser verificada por meio da análise de dados relativos ao mercado de capitais nacional. Como demonstrado no Anexo A à dissertação, 45 (quarenta e cinco) das 61 (sessenta e uma) companhias que atualmente compõem o IBOVESPA¹⁶ contaram, em 2011, com alguma modalidade de incentivo baseado em ações. É relevante notar ainda que, das 16 (dezesesseis) companhias que não adotam esta prática, 9 (nove) são controladas por entes estatais. Apenas 7 (sete) organizações privadas que fazem parte do índice em questão não são adequadas do mecanismo de remuneração em estudo¹⁷.

É sintomático, aliás, que a Comissão de Valores Mobiliários tenha dado especial atenção ao assunto quando da edição das Instruções 480 e 481, ambas de dezembro de 2009. Tais normas exigem maiores detalhes acerca dos planos de outorga de opções de compra de ações, incluindo seus custos, objetivos e composição. As iniciativas do regulador - ainda que insuficientes, como se demonstrará - denotam a preocupação com o tema, evidenciando o seu potencial destrutivo.

O estudo aprofundado das opções de compra de ações é atual e relevante. É com surpresa que se constata a inexistência, no panorama da literatura jurídica nacional, de obras que explorem a concessão de tais incentivos com algum grau de detalhamento, abordando seus benefícios e desvantagens.

¹⁵ KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; PERERA, Luiz Carlos Jacob. *Stock Options e Criação de Valor para o Acionista*. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009, p. 2.

¹⁶ O IBOVESPA é calculado a partir de uma carteira teórica de investimento, periodicamente ajustada para englobar valores mobiliários que representem mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista da BM&FBOVESPA. A data base da composição adotada do IBOVESPA é agosto de 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁷ São elas: Banco Bradesco S.A., Companhia Siderúrgica Nacional, CPFL Energia S.A., JBS S.A., Klabin S.A., Light S.A. e Souza Cruz S.A.

Assim, longe de tentar preencher por completo esta lacuna, a presente dissertação foi concebida para fomentar a reflexão sobre as opções de compra de ações, com objetivo principal de expor os problemas associados à sua concessão e contribuir para o amadurecimento da discussão quanto à sua adoção pelas companhias nacionais e à sua adequada regulação.

O tema será explorado sob quatro diferentes perspectivas. De início serão abordados os conceitos jurídicos relativos às opções de compra de ações, tendo em vista o seu tratamento na legislação societária.

Em seguida, será explorado o contexto econômico no qual a concessão das opções de compra de ações se insere, por meio do estudo dos problemas oriundos da teoria da agência e do modelo de alinhamento de interesses concebido para superá-los.

Esta dissertação buscará ainda responder os quatro questionamentos fundamentais para uma análise crítica da concessão de opções de compra de ações, qual seja: (i) o custo, (ii) os benefícios esperados, (iii) os possíveis problemas decorrentes de sua utilização e, finalmente, (iv) o motivo pelo qual estes incentivos são concedidos.

Por fim serão analisadas as estratégias legais existentes para disciplinar a outorga das opções de compra de ações, as quais, em essência, correspondem ao controle prévio da assembleia geral e o posterior acompanhamento por órgãos da administração e pelo mercado investidor.

Foi realizada, ainda, pesquisa empírica, a qual está disponível nos anexos à dissertação, por meio da qual se reuniram dados quanto aos incentivos adotados pelas companhias emissoras de valores mobiliários que integram o IBOVESPA, o perfil da remuneração dos órgãos da administração e, por fim, as características dos planos de opção de compra de ações adotados por algumas destas companhias.

A proposta deste estudo é, em suma, examinar as opções de compra de ações sob perspectiva inédita na literatura nacional, valendo-se, sobretudo, de contribuições doutrinárias e experiências estrangeiras. Pretende-se, por meio desta empreitada, suscitar uma reflexão acerca dos limites do uso destes incentivos e contribuir para o aperfeiçoamento das estruturas de governança das companhias brasileiras.

1 CONTEXTO JURÍDICO: PRINCIPAIS ASPECTOS LEGAIS DA OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES

1.1 Previsão Legal das Opções de Compra de Ações no Sistema Jurídico Brasileiro

A primeira referência legislativa à concessão de opção de compra de ações surgiu por meio da edição da Lei 4.728/65, a qual, em seu artigo 48, estabelecia que *“nas condições previstas no estatuto, ou aprovadas pela assembléia geral, a sociedade poderá assegurar opções para a subscrição futura de ações do capital autorizado.”*

Com o advento da Lei 6.404/76, tal referência foi revista e ampliada, conforme consta no parágrafo terceiro do artigo 168 desta lei:

o estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.

Esta regra, de certo modo espremida em um artigo da lei societária que trata do capital autorizado¹⁸, estabelece as bases fundamentais para o estudo desta figura jurídica no direito brasileiro.

A geografia do dispositivo legal, porém, não é totalmente despropositada. Afinal, referida modalidade de aumento de capital resulta na emissão de ações por decisão

¹⁸ Aragão e Soares consideram positivo o caráter lacônico do texto legal, como segue: “[...] a ausência de uma estrutura jurídica muito específica confere às companhias grande (e saudável) liberdade para instituição de seus planos.” Se a afirmação é verdadeira, o fato é que a ausência de uma regulação específica sobre o tema também dá margem às problemáticas que serão abordadas neste estudo. ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 165.

exclusivamente administrativa dentro de um limite pré-autorizado¹⁹. Há direito de preferência, porém prescinde-se da decisão dos sócios quanto ao momento e às características do aumento. A mecânica das opções de compra de ações é semelhante: há um plano previamente aprovado, cabendo ao órgão gestor deste plano, e não aos acionistas, decidir quanto às outorgas. A diferença fica por conta do direito de preferência, inexistente na concessão das opções de compra de ações.

A primeira dúvida que surge da leitura do referido parágrafo terceiro do artigo 168 da Lei 6.404/76, diz respeito à denominação do instituto. Afinal, tratar-se-ia de opção à compra de ações emitidas pela companhia que, após emissão e circulação, tenham sido recompradas ou à subscrição de novas ações? A resposta sugerida pela doutrina – e confirmada pela prática verificada em mais de três décadas após a publicação da lei em questão – é no sentido de que ambas as modalidades de opções estão contempladas por tal dispositivo legal²⁰.

Assim, a referência às opções no âmbito deste estudo engloba tanto aquelas destinadas à compra de ações mantidas em tesouraria ou à subscrição preferente (em vista do fato de que os acionistas da companhia ficam impedidos de acompanhar tal emissão de ações, conforme estabelece o parágrafo terceiro do artigo 171 da Lei 6.404/76) de novas ações. Por razões práticas e em linha com a opção legislativa de 1976, estas serão denominadas simplesmente de “opções de compra de ações”.

1.2. Natureza Jurídica das Opções de Compra de Ações

Uma questão que se impõe ainda no âmbito das considerações iniciais sobre o tema diz respeito a sua natureza jurídica. Contudo, antes de se explorar esse assunto, cumpre explicitar as principais diferenças das opções de compra de ações em relação às demais figuras que por vezes são erroneamente consideradas como suas congêneres. Pretende-se, assim, demonstrar

¹⁹ TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 40.

²⁰ TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Sobre a Opção de Compra de Ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 39, p. 228, jul.- set. 1980.

que as opções de compra de ações constituem uma categoria jurídica própria no direito empresarial, justificando-se o seu estudo em separado.

A primeira diferenciação cabível diz respeito ao bônus de subscrição, tendo em vista que a redação do artigo 48 da Lei 4.728/65 servia de base para ambos os institutos. Não havia, portanto, distinção legal no tratamento de dois instrumentos societários que, como se verá, servem a propósitos bastante diversos. Portanto, há de reconhecer que, além de dar um tratamento ligeiramente mais extenso ao tema, a Lei 6.404/76 inovou em relação ao disposto na Lei 4.728/65 ao segregar as opções de compra de ações desta figura.

Com efeito, a separação faz sentido, eis que, como assevera Lamy Filho (não coincidentemente, coautor do anteprojeto que deu origem à lei societária em questão), o bônus de subscrição visa a financiar ou a aumentar a disponibilidade de recursos à companhia, alienando opções de aumento de capital ao público investidor, sendo assegurado o direito de preferência aos demais acionistas²¹.

Falta-lhe, pois, o caráter pessoal das opções. Afinal, ao emitir o bônus de subscrição, a companhia objetiva a obtenção de recursos, sendo indiferente aquele que recebe ações em razão do seu exercício. A opção de compra de ações, ao seu turno, é revestida de um caráter personalíssimo, pois é outorgada a sujeito determinado, com o objetivo de incrementar a sua colaboração à sociedade empresária, excluindo-se o direito de preferência do universo de acionistas da companhia.

Ademais, a Lei 6.404/76, na visão de alguns, aproxima esta figura jurídica à noção de contrato. Esta argumentação parte do fato de que, nos termos do item b, do parágrafo primeiro do artigo 157 de tal lei, o administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social, as opções de compra de ações que tiver *contratado* ou exercido no exercício anterior.

²¹ LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007, p. 377.

Outra evidência de que o legislador de 1976 considera que as opções de compra de ações revestem-se de natureza contratual está na Exposição de Motivos do anteprojeto que se transformou em lei, vez que, ao comentar a disposição atualmente constante do parágrafo terceiro do artigo 168, consta que este “reproduz norma do artigo 48 da Lei 4.728, que regula *opção contratual* para subscrição de ações, outorgada a administradores, empregados ou pessoas que prestam serviços à companhia²²” (destacou-se).

Diante disso, Carvalhosa pontua a questão afirmando que as opções de compra de ações constituem-se como um pré-contrato com a companhia cuja eficácia tem como pressuposto a previsão estatutária e a existência de um plano aprovado pela assembleia geral²³.

No entanto, parece que a aproximação da opção de compra de ações à figura do contrato consiste em uma imprecisão técnica, vez que os conceitos são substancialmente diferentes.

A expressão “contrato”, antes de uma instituição jurídica, refere-se a um instrumento social que se destina a resolver problemas na coordenação de circulação de bens e na distribuição de riscos entre contratantes²⁴. Trata-se, portanto, de um meio apto a criar, modificar ou extinguir relações jurídicas patrimoniais, com força vinculante entre as partes²⁵.

Tendo em vista os seus efeitos, não se pode ignorar que o contrato é um negócio jurídico bilateral por excelência, eis que seu suporte fático se compõe de duas vontades

²² Mensagem n. 204, de 2976, do Poder Executivo.

²³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, v. 3 2009, p. 515. Aragão e Soares defendem a mesma linha, afirmando que “o contrato que envolve promessa não deixa de ter natureza contratual, embora unilateral”. ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 171. Tal argumento, porém, parece equivocado, afinal, como se discutirá adiante, é justamente o caráter unilateral da promessa que lhe retira a qualidade de contrato.

²⁴ SZTAJN, Rachel. Função Social do Contrato e Direito de Empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.139, p. 38. jul.-set. 2005.

²⁵ É a lição de Iudica e Zatti extraída dos artigos 1.272 e 1.321 do código civil italiano, conforme mencionado em SZTAJN, Rachel. Função Social do Contrato e Direito de Empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.139, p. 32-33, jul.-set. 2005.

concordes a respeito de um determinado objeto²⁶. Não há dúvida de que seu efeito pode ser unilateral²⁷, contudo a criação do liame contratual depende da existência de um consentimento de duas ou mais pessoas²⁸.

Por outro lado, ao analisar a natureza jurídica das opções (de modo genérico, sem se limitar, portanto, às opções de compra ações), Sztajn ensina que o acordo, em uma operação envolvendo a figura da opção, se dá sobre negócio futuro e eventual, ou seja, cabe a uma das partes dizer, no futuro, se quer ou não celebrar o negócio como previsto na opção²⁹.

Daí decorre a afirmação de que as opções surgem em atendimento às necessidades práticas do tráfico comercial³⁰, eis que há uma cisão entre duas declarações de vontade: a manifestação daquele que deseja conceder a opção e do outro que, transcorrido o termo específico daquela opção, externa seu desejo de exercê-la. Apenas quando registrada a segunda manifestação de vontade forma-se efetivamente um contrato.

Há uma clara distinção, portanto, entre a opção e o contrato, tomando-se por base um princípio fundamental: ninguém é obrigado - ou ainda, valendo-se a linguagem proposta por Roppo - ninguém é exposto a sacrifícios econômicos, por efeito da vontade alheia, mas somente pela sua própria vontade³¹.

Em outras palavras, é necessário reconhecer que a simples outorga da opção de compra de ações não representa um prejuízo, ainda que potencial, ao administrador. A álea contratual, no caso específico da opção de compra de ações, nasce somente a partir do exercício da dita

²⁶ MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. Campinas: Bookseller, 2000, tomo 3, p. 245.

²⁷ É o caso dos contratos bilaterais imperfeitos, na denominação doutrinária, em que apenas um dos lados do negócio adquire pretensão – o exemplo comumente mencionado é a promessa de doação.

²⁸ THEODORO NETO, Humberto. *Efeitos Externos do Contrato – Direitos e Obrigações na Relação entre Contratantes e Terceiros*. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

²⁹ SZTAJN, Rachel. Sobre a Natureza Jurídica das Opções Negociadas em Bolsa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 105, p. 58, jan.-mar. 1997.

³⁰ MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. Campinas: Bookseller, 2000, tomo 13, p. 188.

³¹ O jurista italiano explica a afirmação com maiores detalhes: “*Ora, as operações que assumem a forma do contrato são justamente aquelas em que todos os interessados (além de adquirirem vantagens) se expõem a sacrifício ou pelo menos riscos econômicos [...] As operações que se formalizam em um acto unilateral comportam, ao invés, sacrifícios para um só dos interessados.*” ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Editora Almedina, 2009, p. 75.

opção, pois o ganho ou perda do outorgado mede-se conforme a variação da cotação das ações que este subscreve ou adquire em decorrência de tal exercício, em comparação com o preço fixado para o exercício.

As opções de compra de ações não se aproximam tampouco de perspectiva pré-contratual, como quer Carvalhosa, eis que tal instituto diz respeito a processos de formação da vontade contratual (envolvendo, por exemplo, troca de informações e negociações a respeito de determinada avença)³², no qual, inclusive, reconhece-se a existência de deveres de boa-fé e a consequente responsabilidade civil. Certamente, não é este o caso do objeto em estudo.

Afastadas, assim, as naturezas contratuais e pré-contratuais, é possível concluir que as opções de compra de ações se classificam no sistema jurídico pátrio como ato jurídico unilateral da companhia, correspondente a uma declaração vinculativa, irrevogável e irretroatável em favor de um determinado sujeito, o qual fica investido de um direito formativo perante ela³³.

Afinal, o destinatário da opção, em virtude desta, dispõe do poder de transformar este negócio jurídico unilateral em negócio jurídico bilateral por meio do seu exercício, observadas condições previstas no plano e/ou no instrumento de outorga. Tal ato obriga a companhia a emitir ou vender ações a um determinado preço.

Materializa-se, nesta hipótese, o contrato específico que serve de base para a subscrição ou compra das ações pelo administrador³⁴. A natureza contratual desta etapa, aliás, pode ser demonstrada pela existência dos sacrifícios mútuos aventados por Roppo – de um lado, o executivo que exerce a opção se obriga a pagar determinado preço e a companhia, a seu turno, obriga-se a emitir ações e entrega-las a este.

³² PEREIRA, Regis Fichtner. *A Responsabilidade Civil Pré-Contratual – Teoria Geral e Responsabilidade pela Ruptura das Negociações Contratuais*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, p. 44.

³³ O uso desta expressão decorre da lição de Pontes de Miranda, que classifica o direito de exercício da opção como um direito formativo. MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. Campinas: Bookseller, 2000, tomo 6, p. 105.

³⁴ TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Sobre a Opção de Compra de Ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.39, p. 228, jul.-set. 1980.

Deste modo, conclui-se que a opção de compra de ações configura-se como um ato jurídico unilateral praticado pela outorgante, o qual corresponde à promessa de contratar em determinados termos e condições e, somente em virtude de seu exercício pelo outorgado, surge um contrato que vincula a companhia e o destinatário da opção.

1.3. Como Funcionam as Opções de Compra de Ações?

Delineada a sua natureza jurídica, cabe explicar o funcionamento da outorga das opções de compra de ações e seu exercício. Como se verá, a compreensão da dinâmica deste instituto é particularmente importante para a análise das problemáticas que derivam do seu uso.

O processo inicia-se mediante a aprovação de um plano pela assembleia geral da companhia, em atendimento ao disposto no parágrafo terceiro do artigo 168 da Lei 6.404/76³⁵. Tal documento estabelece as linhas gerais para a realização das outorgas no decorrer de sua vigência, estabelecendo regras quanto ao percentual máximo de ações da companhia cuja opção à compra pode ser concedida, à fixação do preço de exercício das opções, ao prazo para que estas se tornem exercíveis, às consequências do rompimento do vínculo do profissional com a companhia durante a vigência do plano, entre outros aspectos pertinentes.

A administração do plano de outorga de opções de compra de ações é usualmente delegada ao Conselho de Administração, o qual pode contar com um comitê específico para auxiliá-lo nesta tarefa³⁶. O papel do Conselho de Administração é natural diante das competências deste órgão nos termos do artigo 142 da Lei 6.404/76, especialmente no que importa à fiscalização das atividades daqueles que são os principais beneficiários destes incentivos, os diretores.

³⁵ Para maiores detalhes acerca da estrutura legal relativa às opções de compra de ações, ver itens 1.1 e 1.2.

³⁶ ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 168.

Afinal, há de se convir que as opções de compra de ações têm como função precípua moldar a conduta daqueles que assumem a administração rotineira da companhia e tomam decisões acerca da condução dos seus negócios, orientando-a em prol da organização empresarial e de seus acionistas.

Em oposição a isso, o Conselho de Administração estrutura-se como um órgão de deliberação colegiada, para o qual a lei societária reservou um papel essencialmente de fiscalização e decisão de questões pontuais, revestidas de maior relevância. Trata-se de uma instância na qual a vontade majoritária prevalece. Seria de esperar, portanto, dada a impossibilidade da atuação individual de um membro do conselho de administração, que os planos de opção de compra de ações fossem voltados somente aos diretores e demais profissionais do alto escalão da companhia.

Foi com surpresa, portanto, que se constatou que 11 das 45 companhias que compõem o IBOVESPA atualmente incluem os membros do Conselho de Administração entre os beneficiários de tal plano, conforme consta nos Anexos A e B à dissertação. Em alguns casos, aliás, a parcela correspondente a tais incentivos na remuneração total dos conselheiros representa espantosos 80%.

De qualquer modo, uma vez que o plano de opção de compra de ações está em vigor, passa-se às outorgas propriamente ditas, as quais são determinadas pelo órgão responsável pela administração da concessão deste incentivo, observadas as diretrizes pré-fixadas no plano em questão.

Os beneficiários do programa geralmente aderem às suas regras mediante a celebração de um documento em separado. Assim, ao ser contemplado com uma opção de compra de ação, o outorgado tem de observar um período mínimo de tempo antes que possa exercê-la (o denominado período de *vesting*). A lógica desse mecanismo é simples: em primeiro lugar há de se trabalhar em benefício da companhia durante determinado prazo para, posteriormente e de modo eventual, ser premiado.

Diz-se que o ganho é potencial, aliás, pois transcorrido o período de *vesting*, a opção se torna exercível mediante o pagamento de um preço que foi pré-fixado (o qual geralmente corresponde ao valor de mercado quando da outorga). A vantagem ao administrador existe apenas na medida em que o preço de exercício da opção de compra é inferior ao valor em mercado da ação subjacente à opção.

Mediante o exercício da opção e pagamento do seu preço, o seu titular recebe ações da companhia. Em geral, trata-se de títulos admitidos à negociação em mercado, facilitando a subsequente venda pelos participantes do programa. Há, em alguns casos, restrições para a liquidação das ações recebidas, com o objetivo de preservar os incentivos relativos às opções de compra de ações por um período adicional.

É importante notar que na modalidade tradicional de tais outorgas, o ganho dos profissionais contemplados pelo programa vincula-se à valorização dos valores mobiliários entre a data da outorga e a data de exercício da opção. Existem, contudo, espécies distintas de incentivos baseados na valorização da cotação da ação de uma companhia, sem que ocorra efetiva outorga de opções.

Dentre tais mecanismos, destaca-se o chamado programa de ações fantasmas (*phantom stock option*), no qual não há efetiva entrega de uma opção para adquirir ações da companhia ao seu colaborador. O que ocorre é o pagamento de bônus calculado com base na valorização da cotação das ações em um determinado período, tal qual o sujeito teria experimentado caso efetivamente fosse acionista³⁷.

Este artifício é adotado principalmente por companhias de capital fechado, nas quais haveria dificuldade de obtenção do valor relativo à ação em mercado e traz consigo a vantagem adicional de não proporcionar diluição aos acionistas. Parece, no entanto, que o alinhamento de interesses promovido pelas “opções fantasmas” é reduzido, na medida em que

³⁷ KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; PERERA, Luiz Carlos Jacob. *Stock Options e Criação de Valor para o Acionista*. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009, p. 36.

o administrador não se torna acionista da companhia e, portanto, não se sujeita a eventuais perdas futuras.

Outra modalidade de remuneração desta espécie diz respeito aos programas de ações restritas. Trata-se de uma iniciativa das companhias de doar a seus administradores uma determinada quantidade de ações de sua própria emissão (em geral, aquelas mantidas em tesouraria), as quais permanecem sujeitas a períodos de restrição para venda em mercado.

A diferença em relação às opções de compra de ações, portanto, diz respeito à inexistência da faculdade de compra dos títulos, razão pela qual os incentivos associados à propriedade acionária se verificam desde logo. Ainda que essa dinâmica mitigue alguns dos problemas associados às opções de compra de ações, são raras as iniciativas nesse sentido na prática brasileira, tornando pouco relevante o seu estudo aprofundado. Tal se dá, pois, de acordo com as regras da Instrução CVM 10/80, a negociação de ações de sua própria emissão pela companhia fora de mercado, ainda que no âmbito da sua política de remuneração, exige autorização especial do órgão regulador³⁸.

1.4. O Interesse Social como Princípio Orientador da Outorga de Opção de Compra de Ações na Lei 6.404/76

Um aspecto interessante acerca da estrutura normativa que circunda as opções de compra de ações no direito brasileiro diz respeito ao fato destas serem realizadas sem que seja dado aos acionistas o direito de preferência. Esta é uma característica de extrema relevância, na medida em que diz respeito ao próprio fundamento da outorga de tais opções.

O direito de preferência corresponde a uma faculdade legal reservada aos acionistas das companhias para subscreverem, com vantagem de ordem, novas ações emitidas pela

³⁸ É digno de anotação o fato de que, não obstante tal limitação, algumas companhias efetivamente optam por estruturar um plano desta natureza, submetendo-o ao crivo da Comissão de Valores Mobiliários, a qual em diversos precedentes já decidiu quanto à legalidade desta iniciativa. Como exemplo, ver Processo CVM RJ 2011/12232.

companhia, mediante entrega de bens, direitos ou moeda corrente, e nos limites da participação acionária de que são titulares³⁹.

Cunha Peixoto anota que referido direito tem duas funções primordiais: (i) evitar o desvio de reservas sociais em detrimento dos antigos sócios e em benefícios dos novos e (ii) impedir a destruição do equilíbrio existente entre os acionistas quando da constituição do pacto societário original⁴⁰.

Contudo, ainda que revestido de indiscutível importância, não se trata de um direito que não possa ser relativizado. Algumas hipóteses nesse sentido são contempladas pela Lei 6.404/76 e, dentre estas, tem-se o parágrafo terceiro do artigo 172 da Lei 6.404/76, que exclui expressamente o direito de preferência no caso da outorga de opções de compra de ações.

Há, portanto, um sobrepeso entre dois valores, do qual se extrai que tal proteção anti-diluição pode ser relativizada diante da reversão de benefícios à companhia. Na lição de Lamy, as opções são outorgadas em função do interesse maior da companhia em obter a dedicação e eficiência dos seus servidores—interesse diante do qual se curva o direito essencial do acionista em subscrever aumentos de capital⁴¹. Existe, portanto, uma força motriz que impulsiona a outorga de opções de compra de ações, traduzida pela perseguição do interesse social da companhia.

³⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 4. ed., revista e atualizada, v. 3, 2009, p. 569.

⁴⁰ CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. *Sociedades por Ações (Comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei n. 4.728 de 14 de julho de 1965 – Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, v.3, 1973, p. 220.

⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007, p. 378. Também na literatura estrangeira a reversão de benefícios à companhia é tida como uma condição *sine qua non* dos planos de opção de compra de ações, conforme Fletcher: “*the courts have generally laid down the standards and principles by which the validity of the stock-option based plans are to be tested. A stock option plan must be tested against the requirement that it contains conditions or that surrounding circumstances are such that the Corporation may reasonably expect to receive contemplated benefit from the grant of the option and there must be a reasonable relationship between the value of the benefits passing to the corporation and the value of the option granted.* FLETCHER, William Meade. *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, 1995 revised volume, volume 5A, Editora Clark, Noardman Callaghan, volume 5A, p. 148.

Neste particular, é lícito fazer um aparte, ainda que breve, para se perguntar ao que corresponde o tão debatido interesse social e, por consequência, quais são os objetivos que devem ser perseguidos em seu nome.

Os estudos desenvolvidos sobre este tema partem de duas posições bem definidas: a contratualista e a institucionalista. A primeira toma o interesse social como um reflexo exclusivo da vontade dos sócios – não de um particular acionista, mas dessa classe concebida em sua generalidade, o *uti socii*⁴². Dessa maneira, existiria um interesse comum a todos os sócios, independentemente de sua identidade, correspondente à busca do lucro por meio da execução do objeto social.

A esta visão opõe-se a concepção da companhia como uma instituição, a qual remonta à formulação doutrinária do pós-guerra capitaneada por Rathenau. Para o autor alemão, cada companhia era vista como um instrumento para o renascimento econômico de seu país, exercendo, pois, uma função de interesse público⁴³.

A corrente denominada de “institucionalista” ganhou especial força no cenário nacional com a edição do diploma acionário de 1976⁴⁴. A linguagem adotada pelo parágrafo único do artigo 116 é comumente mencionada como uma evidência dessa orientação: reza a norma que o poder de controle deve ser exercido “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, em respeito aos interesses dos “acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua”.

⁴² CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 115.

⁴³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2. ed. p. 32.

⁴⁴ Na visão de Leães o legislador de 1976 teve por norte os então vigentes postulados constitucionais pertinentes à ordem econômica e social. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 12. O comentário ainda é atual na visão de alguns, tendo em vista o disposto na Constituição Federal de 1988 e no Código Civil de 2002 acerca da função social da propriedade e do contrato. No entanto, ao que parece, há certa distorção nesta leitura. Como explica Sztajn, a interpretação de um dispositivo de direito privado como capaz de fazer com que os particulares atuem no interesse de terceiros ou do poder público é tributária dos regimes totalitaristas da metade do século XX, no qual se privilegiava a intervenção estatal no domínio privado. A leitura atual de tais normas deve ser integrada a outros dispositivos constitucionais, como liberdade de iniciativa econômica e dignidade do ser humano, em prol do dinamismo do funcionamento dos mercados e geração de riqueza. SZTAJN, Rachel. *Função Social do Contrato e Direito de Empresa*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.139, p. 31, jul.-set. 2005.

Nesta linha, considera-se que, sob a égide da lei do anonimato atualmente vigente, tem-se supremacia dos interesses externos à companhia sobre aqueles a ela particulares, ao ponto de Comparato afirmar que o direito ao lucro não é garantido contra os interesses da comunidade local, regional e nacional em que ela se insere⁴⁵.

O abismo existente entre as duas posições diz respeito a diferentes raízes de formação social e cultura empresarial. A esse respeito é sempre didático lembrar-se da pesquisa mencionada por Macey, na qual se apresentou aos principais executivos de diferentes países a seguinte pergunta: “a quem pertence uma companhia aberta de grande porte?”. A discrepância do resultado é notável: enquanto que 76% dos executivos norte-americanos responderam que esta é de titularidade exclusiva dos seus acionistas, no Japão, França e Alemanha a resposta quase unânime foi de que uma organização como essa pertence à toda coletividade na qual se insere (incluindo-se aí os seus empregados, clientes, fornecedores e comunidade local – os chamados *stakeholders*)⁴⁶.

Supõe-se que, se pesquisa semelhante fosse realizada no Brasil, a tendência seria a obtenção de uma resposta similar àquela dada pelos executivos europeus e asiáticos. Afinal, observam-se, no contexto nacional, semelhanças em relação à organização econômica de tais países, como a existência de poderosos grupos empresariais (estatais ou não) que controlam uma parcela significativa da riqueza – de modo que a influência exercida por tais gigantes na sociedade é sem dúvida significativa.

Ora, não se pode ignorar que o exercício da atividade empresária sujeita-se a valores internos e externos, visto que sua atuação é desempenhada em - e para - mercados, e tem como

⁴⁵ COMPARATO, Fabio Konder. *Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 371.

⁴⁶ MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance – Promises Kept, Promises Broken*. New Jersey: Princeton: University Press, 2008, p. 4.

alvo ou destinatário de sua ação o consumidor⁴⁷. É preciso, enfim, concatenar as duas visões para se atingir uma conclusão balanceada a respeito da natureza do interesse da sociedade⁴⁸.

Há, portanto, um consenso no reconhecimento de uma posição intermediária, em que a perseguição dos lucros é considerada em conjunto com os demais interesses daqueles afetados pela atividade empresarial⁴⁹. Trata-se muito mais, como quer Leães, de conceber o interesse comum dos sócios em harmonia com os objetivos da coletividade⁵⁰, do que propor a efetiva prevalência de um sobre o outro.

Contudo, quando se encara este problema na perspectiva da atuação dos administradores, há de se recordar que a visão institucionalista se apoia em critérios abertos e indeterminados e, como consequência, cria-se uma dificuldade de avaliar a atuação dos administradores das companhias. Como questionar uma decisão que causou uma perda milionária aos acionistas, se, aquele que a tomou, pode argumentar que outras classes de sujeitos foram favorecidas por aquela mesma iniciativa?⁵¹

As opções de compra de ações, portanto, devem orientar a conduta dos administradores à efetiva construção de valor à companhia, pois este é o único critério objetivamente verificável capaz de balizar a concessão de tais incentivos. Também a supressão do direito de preferência que decorre do uso destas, e práticas como a concessão de desconto no preço de

⁴⁷ SZTAJN, Rachel. Função Social do Contrato e Direito de Empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.139, p. 48, jul.-set. 2005.

⁴⁸ Tal como sugere Galgano, ao afirmar que nenhuma das duas teorias é, sozinha, capaz de justificar a atual realidade das sociedades por ações. CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 118.

⁴⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Quem Deve Comandar a Companhia? Alocação do Poder Empresarial* in KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coordenador). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 506

⁵⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 14.

⁵¹ "Therefore, stakeholder theory plays into the hands of managers by allowing them to pursue their own interests at the expense of the firm's financial claimants and society at large. It allows managers and directors to devote the firm's resources to their own favorite causes—the environment, art, cities, medical research— without being held accountable for the effect of such expenditures on firm value." JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Harvard NOM Working Paper*. n. 01-01, p. 14, out. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671>. Acesso em: 12 dez. 2012.

exercício da opção e aplicação de períodos de restrição, são justificáveis apenas na medida em que se orientam em prol do incremento da riqueza da companhia e seus acionistas, a qual, por sua vez, reverterá em aumento do bem estar social.

2. CONTEXTO ECONÔMICO: TEORIA DA AGÊNCIA E AS OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES

2.1. As Opções de Compra de Ações e o Conceito de Remuneração

O objetivo deste Capítulo é explorar os conceitos básicos relacionados às opções de compra de ações. A abordagem, pois, inicia-se com a análise dos principais aspectos relativos à remuneração dos administradores.

Cabe, desde logo, alertar acerca da existência da discussão a respeito da natureza remuneratória da outorga de opções de compra de ações.

Como explica Alberto Xavier em um estudo realizado em 1977, diferenciam-se da remuneração em sentido estrito as vantagens patrimoniais atribuídas ao administrador de uma companhia com caráter premial. Afinal, o vocábulo “remuneração”, consoante a redação original do artigo 152 da Lei 6.404/76⁵², refere-se exclusivamente à contraprestação pelos serviços do profissional, sujeitando-se ao teto estabelecido pelos acionistas em assembleia geral. As bonificações de toda sorte e participações nos lucros, por sua vez, não se submeteriam a tal regime na medida em que seu valor diz respeito ao resultado dos negócios da companhia, o qual, apenas de maneira eventual pode ser vinculado à atuação de um administrador⁵³.

O fato é que, exatos vinte anos após o comentário deste autor, a Lei 9.457/97 modificou o artigo 152 da Lei 6.404/76 para incluir “benefícios de qualquer natureza e verbas de representação” sob sua égide. Com isso, tencionou-se cercear os abusos cometidos em

⁵² “A assembleia geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”

⁵³ XAVIER, Alberto. *A Remuneração dos Administradores das S.A. in Sociedades por Ações*, Resenha Universitária de São Paulo, v. 1, 1977, p. 12.

relação à remuneração indireta dos administradores, a qual em muitas ocasiões era bastante superior àquela previamente autorizada pela assembleia geral⁵⁴.

Contudo, neste particular, é importante observar que as opções de compra de ações estão previstas em norma da Lei 6.404/76, parágrafo terceiro do artigo 168, e têm processo próprio de criação e outorga – em suma, um plano específico deve ser submetido à análise dos acionistas reunidos em assembleia geral extraordinária. Trata-se de procedimento apartado do conclave, que elege administradores e fixa sua remuneração global nos termos do artigo 152 da Lei 6.404/76, afastando, ao menos na seara societária, o caráter remuneratório das opções de compra de ações.

Ademais, no que se refere ao aspecto trabalhista, há que se considerar que estas se distanciam do conceito estrito de remuneração, na medida em que o benefício pecuniário extraído relaciona-se com a diferença entre o preço de exercício da opção e o valor, em mercado, da ação que resulta de tal exercício⁵⁵.

É bem verdade que a quantidade e as condições da outorga são (ou deveriam ser) moldadas pelo desempenho do administrador. A vantagem patrimonial decorrente das opções, contudo, está fora do controle da companhia. Daí o argumento de que estas não se revestem de natureza salarial e, portanto, não se sujeitam ao regime próprio de tais prestações, inclusive, e especialmente, para fins previdenciários. A jurisprudência majoritária a respeito tem igual posição⁵⁶.

⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. revista e atualizada, São Paulo: Editora Saraiva, 2009, p. 251.

⁵⁵ Nesse sentido, Sergio Pinto Martins assevera que “o empregado não tem direito de opção como pagamento pela prestação de serviço na empresa. O ganho na venda das ações não é uma retribuição paga pelo empregador. Não existe contraprestação salarial. Trata-se de situação completamente alheia à prestação de serviços”. MARTINS, Sergio Pinto. *Repertório IOB de Jurisprudência*, São Paulo, Caderno 2, n. 16, 2001, p. 305. O reparo, aqui, cabe em relação à última frase, eis que a outorga das opções de compra de ações não são e não devem ser totalmente alheias à prestação de serviços, e sim orientadas pela contribuição do profissional em questão no desenvolvimento de suas atividades.

⁵⁶ STOCK OPTIONS. INCENTIVO AO EMPREGADO. CARÁTER NÃO SALARIAL. *Tratando-se as denominadas stock options de incentivo ao empregado no desenvolvimento de seus misteres, condicionado, porém a regras estabelecidas e não sendo gratuito, visto que sujeito a preço, embora com desconto, tem-se que não guardam tais opções de compra de ações da empresa caráter salarial.* (TRT – 2ª Região – 42364200290202002, Revista Justiça do Trabalho. Porto Alegre: HS Editora, janeiro de 2004.

Independentemente de tal debate, o presente estudo adotará um conceito amplo de remuneração, correspondente ao conjunto de recompensas que um administrador recebe em razão de seu trabalho – sejam elas diretas ou indiretas, e independentemente do benefício econômico inserir-se na esfera de controle da companhia. Não há dúvida de que as opções de compra de ações devem ser incluídas em tal definição, eis que, quando estas são concedidas, representam uma importante parcela dos ganhos auferidos por um administrador⁵⁷.

A este respeito, cabe lembrar o caso de Lee Iacocca, famoso pelo sucesso obtido na reestruturação dos negócios da Chrysler no início dos anos 80. O executivo assumiu o posto de diretor presidente da montadora de automóveis em 1978 mediante o salário anual de 1 dólar. Seus ganhos, contudo, foram bastante superiores a este valor, atingindo o montante de 20 milhões de dólares anuais, em razão da concessão de opções de compra de ações⁵⁸. Como, neste contexto, argumentar que os incentivos em estudo não integravam sua remuneração?

Não é por outro motivo, aliás, que a Comissão de Valores Mobiliários exige, no item 13 do Formulário de Referência, relativo à remuneração dos administradores, que se divulguem detalhes acerca da concessão de incentivos baseados em ações, incluindo, como se vê dos dados reunidos no Anexo B a este trabalho, o percentual que estes representam na remuneração total percebida pelos administradores.

É importante ainda notar que muitas companhias, além de conceder as opções de compra de ações aos seus administradores, também oferecem recursos financeiros (em alguns casos mediante desconto do valor a ser pago a título de bônus) para que estes possam exercer tais opções. Desta maneira, ainda que se argumente que as opções de compra de ações constituem-se em uma ferramenta utilizada para moldar o comportamento dos seus

⁵⁷ Em consonância, as novas diretrizes contábeis publicadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis apresentam um capítulo específico sob o título de “pagamento baseado em ações” (CPC 10), no qual se incluem as normas para contabilização das opções de compra de ações. Também a Comissão de Valores Mobiliários, no item 13 do Formulário de Referência instituído pela Instrução 480/09, vale-se da terminologia “remuneração baseada em ações” para estabelecer critério de divulgação destes planos de outorga.

⁵⁸ Conforme matéria publicada pela Forbes, sob o título “*The Dollar-a-Year Man*”. Disponível em: <<http://www.forbes.com/2002/05/08/0508iacocca.html>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

destinatários e não propriamente uma contraprestação pelo seu trabalho, o fato é que estas são efetivamente percebidas como parte da remuneração pelos seus destinatários.

Daí não decorre afirmar que as opções de compra de ações estão necessariamente sujeitas ao procedimento do artigo 152 da Lei 6.404/76, ou à incidência da contribuição previdenciária. O objetivo desta correlação é tão somente analisar a maneira como tais mecanismos de incentivo se inserem na importância estratégica da política de remuneração de uma companhia e seus objetivos, como se fará a seguir.

2.2. A Importância da Política de Remuneração de uma Companhia.

É comum ouvir que alguém trocou de ocupação profissional pois seu novo empregador lhe ofereceu um salário maior ou uma via expressa à ascensão hierárquica. Também se comenta a respeito da existência de diversos benefícios nas mais diferentes organizações: desde os mais tradicionais, como fundos de previdência e seguro saúde, até cursos e opções de lazer⁵⁹.

As práticas de remuneração variam substancialmente entre as mais diversas companhias e, em especial, entre diferentes setores da economia, e representam um aspecto fundamental na disputa por profissionais que podem contribuir para o sucesso da organização empresarial.

Não obstante, este grau de heterogeneidade, é possível resumir o conjunto de vantagens oferecido a um administrador em troca dos seus serviços em quatro principais itens: (i) salário base, (ii) bônus ligado ao atingimento de determinadas metas, (iii) incentivos baseados em ações e (iv) a concessão de benefícios, como, por exemplo, plano de previdência privada⁶⁰.

⁵⁹ Noticia-se que as regalias oferecidas por jovens companhias de internet, como Google e Facebook, incluem lanches ilimitados, videogames, serviços de cabeleireiro e até piscina de bolinhas.

⁶⁰ MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. 1998, p.5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Os itens (ii) e (iii) do parágrafo acima compõem o que se denomina, genericamente, de parcela variável. Como mencionado na introdução deste estudo, utilização de tais mecanismos em detrimento de um salário fixo popularizou-se entre as companhias nas últimas décadas, em um movimento destinado a aumentar a correlação entre pagamento e desempenho na remuneração de executivos⁶¹.

Uma evidência deste fenômeno pode ser encontrada no Anexo B à dissertação. Verifica-se que a remuneração variável prevalece na maioria das companhias integrantes do IBOVESPA, em geral superando o componente fixo dessa equação. De fato, apenas 4 (quatro) companhias incluídas em tal índice não se valem de qualquer tipo de contraprestação variável, sendo 3 (três) delas controladas por entes estatais.

A remuneração variável é contingencial, ou seja, depende da verificação de eventos incertos, como, por exemplo, o aumento do desempenho individual ou organizacional, atingimento de metas e lucratividade da companhia, entre outros⁶². Trata-se, portanto, de um sistema de contraprestação vinculado ao resultado (denominada, na doutrina estrangeira, de *pay-for-performance*), que inclui tanto os pagamentos em dinheiro quanto em ações (sobretudo por meio da concessão de opções de compra de ações)⁶³.

Ocorre, contudo, que por questões lógicas, os eventos vinculados a esta modalidade de remuneração não podem ser verificados de modo contemporâneo ao desenvolvimento de suas atividades. É natural, portanto, que parcela significativa da contraprestação seja retida durante determinado período, após o qual será possível avaliar, com maior clareza, qual foi a

⁶¹ JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Erin G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, 2004, p. 19. Disponível em: <http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁶² KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; PERERA, Luiz Carlos Jacob. *Stock Options e Criação de Valor para o Acionista*. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009, p. 7.

⁶³ Respeitou-se essa classificação quando da elaboração do Anexo B, não obstante a Comissão de Valores Mobiliários exija que as companhias divulguem a remuneração variável segregada das opções de compra de ações. Da leitura dos Formulários de Referência tem-se que os valores divulgados como “remuneração variável” referem-se a prestações periódicas em dinheiro.

contribuição daquele profissional para organização empresarial e como deve ser recompensado⁶⁴.

Essa é a lógica por trás da concessão de bônus anuais ou semestrais: avalia-se o trabalho desenvolvido no período em questão e realiza-se o pagamento com base nos resultados alcançados.

Deste modo, após determinado lapso temporal, o órgão responsável pela configuração da remuneração atribuída aos executivos avaliará alguns indicadores de desempenho, como, por exemplo, volume de receitas da companhia, o montante do lucro líquido, a rentabilidade ou a variação da cotação dos títulos negociados em mercado e, com base nestes, fixará o valor do bônus ao qual faz jus cada um dos administradores.

A escolha do índice que determina a atribuição da remuneração variável não é uma tarefa simples. É necessário considerar qual é o conjunto de dados mais informativo em relação àquela particular organização empresarial, um exercício intrincado, que se relaciona com o planejamento estratégico de cada companhia. Nas palavras de Thurow, até um anão mental é capaz de dizer se um executivo merece determinado bônus tendo em vista os lucros do exercício; difícil é determinar se a administração posicionou a companhia de maneira adequada no longo prazo⁶⁵.

Além disso, o nível de uma remuneração variável também é sensível às diferentes atribuições profissionais que são contempladas em face dos negócios desenvolvidos pela companhia. É esperado, por exemplo, que aquelas organizações dedicadas à exploração de

⁶⁴ EATON, Jonathan; ROSEN, Harvey S. Agency, Delayed Compensation and the Structure of Executive Remuneration. *Working Paper, n. 777 National Bureau of Economic Research*, 1982, p. 1. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w777>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁶⁵ Conforme citado em EATON, Jonathan; ROSEN, Harvey S. Agency, Delayed Compensation and the Structure of Executive Remuneration. *Working Paper, n. 777 National Bureau of Economic Research*, 1982, p. 1. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w777>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

inovações tecnológicas remunerem seus engenheiros e pesquisadores de maneira diferenciada, eis que estes têm importância estratégica maior⁶⁶.

Outro aspecto que demanda análise casuística é a interação dos diferentes fatores que compõem a remuneração de um executivo. Afinal, a concessão de um benefício (como um fundo de pensão corporativo) pode ser fator importante de retenção de profissionais vitais ao desenvolvimento de suas atividades; no entanto, na medida em que um prêmio como este é neutro ao desempenho, é possível que o nível de produtividade dessa mesma pessoa seja drasticamente reduzido. O desafio, nesse exemplo específico, é combinar a quantidade apropriada de vantagens garantidas com valores contingentes de resultados futuros.

Fica evidenciada, portanto, a raiz do fenômeno a que se referiu no início deste item: as práticas de remuneração devem variar significativamente de uma companhia para a outra, eis que atendem a diferentes objetivos, perfis e dinâmicas de funcionamento. Não é em qualquer caso, portanto, que um mecanismo de remuneração variável como as opções de compra de ações será desejável (em comparação com outras espécies de compensação, como, por exemplo, o pagamento de bônus) e, mais importante, não há uma quantidade padrão de incentivos que devem ser atribuídos a este ou àquele profissional.

Além disso, talvez o dado mais significativo que pode ser extraído do estudo das políticas de remuneração corporativa, é que estas influenciam diretamente a maneira como os profissionais de uma determinada companhia se comportam⁶⁷. Como se verá a seguir, é por conta desta característica que os instrumentos de compensação – dentre eles, principalmente as opções de compra de ações – foram elevados a solução dos problemas de agência.

⁶⁶ EHRENBERG, Ronald G.; MILKOVICH, George T. *Compensation and Firm Performance*. Working Paper n. 2145, National Bureau of Economic Research. Disponível em: <www.nber.org/papers/w2145>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁶⁷ JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, p. 3, maio-jun. 1990. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148>. Acesso em: 12 dez. 2012.

2.3. A Política de Remuneração como uma Resposta aos Problemas de Agência

Ao tratar-se da separação entre controle societário e propriedade acionária, é comum referir-se à análise pioneira de Berle e Means, publicada em sua seminal obra de 1932 (*The Modern Corporation and Private Property*). Os autores sustentam a ocorrência de tal fenômeno diante da existência de larga evidência fática do mercado norte-americano, como, por exemplo, o fato de que, em 1929, os maiores acionistas de grandes companhias deste país, como a Pennsylvania Railroad, American Telephone e United States Steel Corporation, detinham menos do que 1% do seu capital social⁶⁸.

Hodiernamente, mais importante que relembrar a antiga lição dos professores norte-americanos, é dar-se conta que o perfil da propriedade acionária das companhias abertas brasileiras aproxima-se gradualmente das estruturas de maior dispersão⁶⁹. É de suma importância, portanto, o estudo das consequências de tal transformação no cenário nacional.

Ganha relevância, nesse contexto, o chamado controle gerencial, o qual não se funda na propriedade de parcela do capital social, mas nas prerrogativas da função administrativa. Seu surgimento é possibilitado pelo absentéismo assemblear que decorre da dispersão acionária, eis que nenhum acionista possui participação suficientemente relevante que justifique os gastos incorridos na presença em conclaves societários e/ou aglutinação de votos com outros investidores. Como consequência, segundo Comparato, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se em um órgão social que se autoperpetua por cooptação⁷⁰.

⁶⁸ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007, p. 47

⁶⁹ A esse respeito, chama-se atenção a uma pesquisa conduzida por Erik Oioli, que investigou a estrutura acionária de 92 companhias listadas no segmento de práticas diferenciadas de governança corporativa, o Novo Mercado, objetivando identificar (i) a existência de acionista controlador e o tipo de controle interno; (ii) a existência de acordo de acionistas; (iii) a posição acionária do maior acionista; (iv) a posição acionária dos três maiores acionistas e (v) a posição acionária dos cinco maiores acionistas. Dentre tal espaço amostral, o autor concluiu que 17,39% das companhias não possuíam acionista controlador e 49% possuem capital disperso, pelo que subsiste o controle gerencial ou o controle diluído. OIOLI, Erik F. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 60-61.

⁷⁰ COMPARATO, Fabio Konder. *Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 71.

Uma evidência dessa situação é o surgimento, nos estatutos sociais de companhias cujo controle é disperso, de mecanismos destinados a garantir a manutenção desta dispersão acionária e, por consequência, do comando empresarial nas mãos dos administradores – as populares *poision pills*. Esta nova realidade impõe a necessidade de repensar conceitos clássicos do direito societário brasileiro, o qual se baseia em larga medida na figura do acionista controlador e a disciplina do seu poder de controle⁷¹.

Uma companhia sujeita ao controle gerencial pode experimentar uma gama variada de situações indesejadas, como, por exemplo,⁷²:

(i) realização de projetos desnecessários – também conhecidos como *pet projects* – os quais favorecem somente os seus executivos. É o caso de uma luxuosa reforma no escritório da diretora da companhia: apenas aqueles que trabalham no local serão beneficiados, ao passo que o custo de tal empreendimento é arcado, ainda que indiretamente, pela coletividade de acionistas;

(ii) dedicação e esforço pessoal, por parte dos administradores, insuficiente à gestão da companhia, mediante o aumento do seu tempo de lazer ou a participação em outros projetos em relação aos quais estes tenham um interesse pessoal diferenciado;

(iii) tendo em vista que o administrador detém uma parte desproporcional da sua riqueza investida naquela organização, enquanto os investidores são, por natureza, mais diversificados, é possível que o executivo adote medidas exageradamente conservadoras na condução dos negócios da companhia, reduzindo, por consequência, o seu potencial ganho;

(iv) seleção de pessoas pouco qualificadas para atuar na administração da companhia, as quais são escolhidas em razão da existência de laços pessoais do executivo ou conforme outros interesses deste, e não por conta da meritocracia; e

⁷¹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2010, p. 14.

⁷² SILVEIRA, Alexandre di Miceli da Silveira. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo – Governança e Prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 38-39.

(v) venda de ativos da companhia a preços abaixo do valor de mercado para sociedades controladas direta ou indiretamente pelos administradores (prática conhecida como *tunneling*).

A despeito da tendência crescente da dispersão acionária no Brasil, há de se reconhecer que a maioria das companhias nacionais ainda conta com a figura do acionista controlador, o qual, presumivelmente, assume as rédeas da gestão da companhia ou a delega a terceiros de sua confiança. Porém, seria ingenuidade dizer que neste caso distorções como aquelas acima mencionadas não se verificam. Ao contrário: elas se repetem obedecendo a lógica da expropriação da companhia (e, por consequência, do acionista minoritário) pelo seu controlador.

Assim, na medida em que a interação entre administradores e acionistas (ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários) estrutura-se por meio de relações de agência, é extremamente importante estudar os postulados atinentes a tais relações, bem como o modo por meio do qual as opções de compra de ações podem contribuir para minimizar os problemas que dela decorrem.

Diz-se que uma relação de agência existe sempre quando uma parte (denominada de “agente”) atua em nome e benefício de outra (denominada de “principal”) e, por essa razão, toma decisões que afetam o principal.

Os problemas surgem na medida em que há uma divergência de interesses entre tais sujeitos. Nessa situação, se ambas as partes agem de modo a maximizar a sua própria utilidade, existem boas razões para crer que o agente não irá atuar no melhor interesse do principal⁷³.

⁷³ JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3, n. 4, p. 5, out. 1976. Disponível em: <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Transpondo a questão para o espectro de uma companhia, a preocupação justifica-se ao passo em que as decisões dos administradores - sejam eles ligados ao acionista controlador ou não - afetam a riqueza da companhia (e, conseqüentemente, dos seus acionistas), porém não atingem o próprio gestor. Por conta disso, em determinadas situações, tal sujeito poderá decidir de maneira distinta daquela que os principais o fariam - o que não significa ilegalidade, ainda que exista certo grau de oportunismo⁷⁴.

Assim, a principal decorrência de uma relação de agência diz respeito à existência de um risco moral (*moral hazard*) relativo à atuação do agente – traduzindo-se, neste caso, na possibilidade de o administrador adotar, em suas funções, um padrão de cuidado com a companhia inferior àquele que seria desejado⁷⁵, pelo fato deste sujeito não ser afetado diretamente pelos eventuais resultados negativos de sua decisão.

O surgimento do risco moral, por sua vez, relaciona-se com a assimetria de informações ínsita à relação de agência⁷⁶: o principal não sabe de antemão qual a índole do administrador que será contratado e, além disso, uma vez que este gestor assuma o seu posto, torna-se impossível observar todos os aspectos de sua atuação individual de forma satisfatória.

Um remédio natural a essa situação seria aumentar o controle da atuação dos agentes pelos principais, de modo que o primeiro passe a supervisionar as ações do segundo e evitar a ocorrência do risco moral. Ainda que esta seja uma solução factível para a dinâmica de algumas relações, geralmente os custos associados a tal monitoramento são proibitivos, eis que

⁷⁴ SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 61.

⁷⁵ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 44. O exemplo clássico de risco moral se dá na esfera do contrato de seguro: uma pessoa que goza de cobertura securitária em relação a um automóvel possivelmente será menos cuidadoso com esse bem na vigência do seguro, pois, caso este seja danificado ou roubado, ele sabe que será indenizado.

⁷⁶ “The source of moral hazard or incentive problem is an asymmetry of information among individuals that results because individual action cannot be observed and hence contracted upon.” HOLMSTRÖM, Bengt. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 74. Disponível em: <<http://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1979%20Rand%20Holmstrom.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

tal prática implica na criação de um sistema interno de fluxo de informações capaz de impedir o oportunismo do agente⁷⁷.

É bem verdade que a existência de regras específicas de divulgação de informações no mercado de capitais ajuda a reduzir os custos de monitoramento da atuação dos administradores das companhias abertas. A criação destas obrigações justifica-se na medida em que, caso os investidores buscassem tais informações individualmente, estes incorreriam em custos redundantes para atingir o mesmo objetivo, diminuindo a riqueza da sociedade como um todo⁷⁸. Portanto, a imposição de regras sobre divulgação de informações centraliza o custo naquele que pode consegui-las mais facilmente – o próprio emissor - e reverte os benefícios a todo mercado de capitais, aproximando-se da noção coseana de *cheapest cost avoider*.

No entanto, mesmo na vigência de uma disciplina legal com esta natureza, a problemática das relações de agência subsiste no funcionamento de uma sociedade por ações. Considere-se que, ainda que exista a obrigatoriedade de divulgação de informações, há um custo envolvido em processá-las, avaliá-las e utilizá-las na defesa de interesses dos investidores. Neste cenário, subsistem custos de monitoramento desinteressantes para os pequenos acionistas, uma vez que os benefícios gerados são auferidos por todos e não apenas por aquele que suportou o custo⁷⁹.

Diante da impossibilidade do monitoramento adequado a um preço razoável, tem-se como alternativa a criação de estruturas de incentivo para que os administradores atuem da maneira que seria considerada desejável pelos acionistas da companhia. Neste contexto insere-se a concessão de opções de compra de ações como principal instrumento utilizado para tanto.

⁷⁷ EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 65, jan. 1989. Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 12 dez.2012.

⁷⁸ EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, p. 287, 1991.

⁷⁹ SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 61.

Ao possibilitar que um profissional adquira participação societária na companhia na qual este atua, buscam-se duas dimensões distintas de estímulos: aqueles destinados a fazer com que os executivos se dediquem o máximo possível à sua função e aqueles moldados para que estes tomem decisões no interesse da companhia e de seus acionistas, e não em seu próprio interesse⁸⁰. A premissa é que, atingido tais objetivos, os problemas de agência serão reduzidos a um custo substancialmente menor do que aquele que seria incorrido por meio do monitoramento.

Há, porém, uma questão importante que passa despercebida da maioria das análises feitas acerca deste tema, correspondente ao fato de que não obstante ser concebida como uma ferramenta de alinhamento de interesses, as opções de compra de ações também estão sujeitas aos seus próprios problemas de agência.

Daí tem-se que nem todos os incentivos criados pelas opções de compra de ações são positivos. Com efeito, a literatura estrangeira aponta diversos aspectos prejudiciais ao interesse da companhia relacionados a esta prática, como, por exemplo, o desenho de planos de outorga de opção de compra de ações que não avaliam adequadamente o desempenho dos seus beneficiários e os premiam por ganhos que não decorrem de seu trabalho.

Para piorar a situação, os instrumentos intrasocietários que poderiam ser exercidos para evitar o surgimento de tais distorções são pouco eficientes. Afinal, aqueles que são os principais⁸¹ desta relação de agência estão apartados dos assuntos relacionados aos planos de outorga de opção de compra de ações. Os conselheiros de administração, por sua vez, que deveriam filtrar eventuais problemas desta natureza não exercem sua função de maneira adequada, em razão de uma série de limitações relacionadas à dinâmica de sua atuação, as quais serão estudadas a seguir. Esta situação dá margem à extração de renda da companhia pelos detentores das opções de compra de ações.

⁸⁰ BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M.; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. The University of Chicago Law Review, p. 763. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁸¹ Os acionistas em geral em um contexto de dispersão acionária e os acionistas minoritários na perspectiva de uma relação de agência que concebe o acionista detentor do poder de controle como o agente dos demais membros do corpo acionário.

Cria-se, portanto, um perverso efeito de inversão de incentivos: o instrumento que deveria orientar a atuação dos executivos em prol da companhia acaba por deturpá-la ainda mais. Trata-se de premissa central a presente dissertação, que será estudada com maiores detalhes no próximo capítulo.

3. QUATRO PERGUNTAS FUNDAMENTAIS ACERCA DO USO DE OPÇÕES DE COMPRA

3.1. Considerações Iniciais

Há um adágio tornado famoso por Friedman: não existe almoço grátis. As opções de compra de ações, como qualquer outro mecanismo de remuneração, agregam valor à companhia a um determinado custo. Para que se sustente a sua outorga, não basta um objetivo genérico de benefício à companhia; é preciso confirmar o efeito positivo na prática e contrabalanceá-lo com o custo incorrido para tanto⁸². A justificativa para adoção dessa espécie de pagamento passa, pois, pela consideração da sua eficiência.

A aferição da eficiência de uma determinada escolha pode ser medida pelo método proposto por Pareto, segundo o qual o resultado de uma operação é eficiente quando, numa troca ou série de trocas, um dos envolvidos aumenta seu benefício sem que qualquer outro fique pior, após a troca, do que estava antes⁸³.

Como se pode antecipar, a aplicação do conceito paretiano de eficiência leva a uma limitação substancial da possibilidade de mudanças, vez que ninguém poderia se prejudicar de determinada iniciativa para que esta seja considerada eficiente. Em resposta a essa questão, concebe-se outro critério de avaliação da eficiência, denominada, em referência aos seus criadores, de Kaldor-Hicks.

De acordo com essa concepção, uma decisão é eficiente se aqueles que são favorecidos por esta experimentam um benefício tamanho que poderiam – ao menos potencialmente –

⁸² Nesse sentido, Eizirik lembra a lição de Clark, segundo a qual “*não fosse a finalidade específica de incentivar a prestação de serviços pelo administrador e o seu ingresso ou permanência, a opção poderia ser entendida como uma liberalidade incompatível com os fins sociais*”. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 480.

⁸³ SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 61.

compensar aqueles que foram prejudicados pela decisão⁸⁴. Trata-se, portanto, da maximização de valor do sistema.

É natural que os acionistas de uma companhia desejem que sejam dados incentivos a um administrador, na medida em que o custo para tanto é superado pelo benefício adicional experimentado pela companhia em razão da adoção do incentivo. O paradigma de avaliação da eficiência que deve ser adotado, portanto, diz respeito a uma avaliação de custo/benefício relacionada à perseguição da eficiência na visão de Kaldor-Hicks.

Assim, em primeiro lugar, é preciso entender qual a materialidade do custo representado pelas outorgas de opções de compra de ações. Em seguida, é importante analisar os benefícios experimentados pela companhia, bem como os problemas que podem surgir em razão do seu uso. Apenas após tais análises, será possível compreender o relacionamento entre os custos e os benefícios desta modalidade de remuneração e, com base nisso, avaliar as razões que permeiam a decisão de adotá-la.

Não obstante a elementaridade dos questionamentos acima, é com surpresa que se constata que estes são completamente ignorados pela doutrina nacional. Urge, portanto, preencher tal lacuna, estudando-os separadamente, como se fará a seguir.

3.2. Quanto Custa a Outorga das Opções de Compra de Ações?

A análise do custo relativo à outorga das opções de compra de ações é um aspecto pouco explorado pela doutrina nacional. Não obstante, trata-se de um tópico de suma importância. Afinal, considerando que esta modalidade de incentivo busca superar os conflitos de agência, há de se incorrer em gastos significativos para induzir os agentes a tomarem medidas que não são de sua preferência⁸⁵.

⁸⁴ HARRISON, Jeffery L. *Laws and Economics in a Nutshell*. St. Paul: West Group, 1995, p. 34.

⁸⁵ *Actions that the agent dislikes (relative to their alternatives) are more costly to implement and require a greater degree of performance –sensitivity in the compensation plan. The expected cost of a compensation system must increase as it becomes more performance-based. Expected payroll costs and the degree of performance sensitivity in the compensation plan are positively correlated.* ABOWD, John M. Does Performance-Based

Para abordar o tema é preciso, de início, fazer uma distinção fundamental: de um lado, tem-se o valor incorrido pela companhia para oferecer tal incentivo aos seus administradores e, de outro, a percepção de valor por parte do executivo que recebe as opções de compra de ações. Trata-se de uma diferença de grande importância, que, no entanto, é em geral ignorada pelos estudos da doutrina nacional sobre o assunto.

O custo incorrido quando da outorga de uma opção de compra de ações é comumente medido pelo custo de oportunidade do qual a companhia abre mão ao não vender essa opção em mercado⁸⁶.

Ora, se a premissa básica da economia é de que os recursos são escassos, tem-se como custo de oportunidade aquilo que se perde (ou se deixa de ganhar) quando se escolhe uma alternativa em detrimento de outra⁸⁷ - no caso de uma companhia, portanto, equivale a quanto um investidor estaria disposto a desembolsar para adquirir a opção nas mesmas condições (como prazo para exercício e período de restrição de venda) oferecidas ao administrador.

Tal cálculo é feito com base no método proposto por Black e Scholes, segundo os quais, tendo em vista que investidores podem neutralizar os riscos de uma opção por meio de operações de *hedge*, o valor destas deve ser calculado tomando por base a expectativa do preço da ação quando do exercício, descontado a uma taxa compatível com a inexistência de riscos (*risk free rate*)⁸⁸. Isso significa que, ao investidor, a opção tende a ter um valor significativamente próximo ao preço da ação no mercado quando do seu exercício.

Managerial Compensation Affect Subsequent Corporate Performance. *Working Paper n. 3149, National Bureau of Economic Research*. Disponível em: <www.nber.org/papers/w3149>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁸⁶ JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Erin G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, p. 38, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁸⁷ "The dollar cost of going to a movie instead of studying is the price of the ticket, but the opportunity cost also includes the possibility of getting a higher grade on the exam. The opportunity cost of a decision includes all whether they reflect monetary transactions or not". SAMUELSON, Paul Anthony. *Economics*. New York: McGraw-Hill, 1980, p. 174.

⁸⁸ BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*, maio-jun.1973. The University of Chicago Press. Disponível em: <http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black_scholes73.pdf>. Acesso em: 12 de

A perspectiva do administrador, contudo, é bastante diversa. Ao contrário dos investidores, eles são tipicamente não diversificados e uma parte desproporcional do seu patrimônio (i.e., sua remuneração) depende da saúde financeira da companhia. Isso os torna demasiadamente expostos ao risco representando pela titularidade das opções (que reflete o risco das atividades da própria companhia)⁸⁹. Ademais, existem restrições regulatórias e financeiras que prejudicam sua capacidade de realizar as operações de *hedge* disponíveis a um investidor. Diante disso, tem-se que os executivos atribuem menos valor às opções de compra de ações do que o custo que estas representam à companhia^{90 91}.

Ademais, é importante ter em vista, como se pontuou no item 2.1 acima, o fato de que os administradores percebem a outorga de opções de compra de ações como parte de sua remuneração. Sendo assim, é natural que executivos queiram ser recompensados para tanto para aceitar modalidades menos valiosas do que o pagamento à vista. Em outras palavras: é necessário que estes tenham a possibilidade de ganhar uma soma bastante superior àquela que seria considerada satisfatória se fosse paga em dinheiro⁹². O preço pago pela companhia, portanto, é alto.

dezembro de 2012. Outros modelos foram propostos e aperfeiçoados desde o artigo de Black e Scholes, contudo a noção de neutralidade de risco do investidor, que é comum a todos eles, foi inicialmente proposta por estes autores. MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. abr. 1998, p. 19. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁸⁹ Para uma discussão mais aprofundada acerca do relacionamento entre a administração e a tomada de riscos, favor referir-se ao item 3.4.2.2 deste trabalho.

⁹⁰ Essa afirmação assume um cenário no qual o administrador não tenha nenhuma informação privilegiada em razão da qual ele possa extrair um benefício privado.

⁹¹ Uma exceção a essa afirmativa diz respeito aos empregados de nível médio de senioridade. Tais profissionais tendem atribuir um valor às suas opções que superam a metodologia de avaliação Black-Scholes em 50 a 200%. A causa dessa valorização exagerada das opções de compra de ações é explicada como um viés comportamental que limita a racionalidade econômica: em geral tratam-se de pessoas mais jovens e ambiciosas, que apostam exageradamente em seu próprio potencial, como se isso tivesse uma relação direta com o resultado das companhias em que atuam. CORE, John E.; GUAY, Wayne R; LARCKER, David F. *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*. *FRBNY Economic Policy Review*, abr. 2003, p. 43. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276425>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁹² Conforme Hall e Murphy, “*employees should have a clear preference for compensation in cash or in a diversified portfolio of stocks rather than receiving an equal value of nontradable and undiversified stock options. The idea that options costs companies more than they are worth to employees is not surprising: it stems from the basic concept that individual demand compensating differentials for bearing risk.* HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. *The Trouble with Stock Options*. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 11. maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Diante desta assimetria de atribuição de valor, a outorga da opção de compra de ações aos administradores é eficiente apenas na medida em que o benefício experimentado em virtude deste incentivo supera a diferença entre o custo da outorga da opção e o valor atribuído a esta pelo executivo⁹³.

Esta parece ser uma informação essencial àqueles responsáveis pela determinação da remuneração de administradores – como, por exemplo, ao Conselho de Administração ou ao Comitê de Remuneração – os quais deveriam realizar um estudo de custo/benefício antes da outorga de opções de compra de ações. No entanto, na visão de Jensen, Murphy e Wruck, não só esse tipo de pesquisa inexistente no alto escalão das corporações norte-americanas, como a outorga de opção de compra de ações é geralmente vista por estes como uma gratuidade⁹⁴.

Ora, assumir que a opção de compra de ações não representa um custo específico à companhia equivale a afirmar que os recursos empregados para a criação de valor junto ao administrador foram obtidos sem nenhum custo. É certo, porém, que os acionistas da companhia, que adotou tais mecanismos de incentivo, não concordariam com tal visão, eis que a participação destes na companhia é diluída em razão do exercício da opção de compra de ações pelos administradores⁹⁵.

A conclusão, portanto, é trágica: opções de compra de ações custam caro à companhia e, para piorar a situação, poucos sabem disso. Para justificar a adoção destes incentivos deveria ser realizada uma ponderação cuidadosa entre as vantagens e desvantagens deste incentivo, como se fará a seguir.

⁹³ No mesmo sentido, MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. abr. 1998, p. 18. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁹⁴ JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Erin G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, p. 39, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁹⁵ GREENSPAN, Alan. Stock Options and Related Matter. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v.17, p. 16, jul-set. 2002.

3.3. A Outorga de Opções de Compra de Ações é Benéfica à Companhia?

Como mencionado na introdução deste estudo, houve um aumento significativo na outorga das opções de compra de ações a partir dos anos 80. Até então, os sistemas de incentivos a executivos estruturavam-se em uma política de remuneração, a qual contemplava, em sua maioria, somente pagamentos em dinheiro e concessão de bônus atrelados a determinados resultados.

A principal pesquisa sobre o incremento no uso das opções de compra de ações foi conduzida por Hall e Liebman em 1998. Tais autores demonstraram que, no período entre 1980 e 1994, o pagamento aos executivos cresceu vertiginosamente nos Estados Unidos da América, e que tal movimento se justifica essencialmente pelo uso de opções de compra de ações como modalidade de incentivo inserida em pacotes de remuneração⁹⁶.

Um levantamento parecido foi realizado para fins desta dissertação: analisaram-se os incentivos baseados em ações adotados pelas companhias que atualmente compõem o IBOVESPA. O que se verificou é que 45 (quarenta e cinco) de um total de 61 (sessenta e uma) organizações empresariais – ou seja, aproximadamente 75% - outorgam esta espécie de incentivo, sendo que, aquelas que não o fazem são, em sua maioria, sociedades sujeitas ao controle acionário estatal. O resultado desta pesquisa pode ser encontrado no Anexo A à dissertação.

É interessante notar que a outorga das opções de compra de ações varia de acordo com o setor da economia no qual as companhias atuam. Em seu estudo de 2001, Core e Guay sustentam que uma companhia de médio porte americana concede opções em quantidade equivalente a 5,5% das demais ações ordinárias emitidas, sendo que esse percentual sobe para

⁹⁶ “Between 1980 and 1994 the direct compensation (salary, bonus, and the value of annual stock option grants) of CEOs increased by 136 percent at the median and 209 percent at the mean in real terms. Moreover, because most of this pay increase was in the form of stock options, the relationship between CEO pay and .rm performance has increased substantially.” HALL, Brian; LIEBMAN, Jeffrey. Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, p. 655, ago. 1998. Disponível em: <http://www.hks.harvard.edu/jeffreyliebman/hall_liebman_qje.pdf>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

10 a 14% em companhias com setores de tecnologia fina, como aquelas que desenvolvem *softwares* e produtos farmacêuticos⁹⁷.

Tem-se, pois, que atualmente tais companhias outorgam opções de compra de ações a uma maior gama de empregados, incluindo aqueles que ocupam cargos de gerência (*middle management*). Considerando que companhias que atuam em setores de tecnologia fina tendem a contar com profissionais mais jovens e ambiciosos, a preferência pelo uso das opções de compra de ações é consistente com o maior valor atribuído a estas por tal tipo de profissional.

Conforme se explicou na introdução deste estudo, por trás de tal tendência há a noção, amplamente suportada por investidores institucionais e ativistas societários, de que a outorga das opções de compra de ações aos administradores resulta no alinhamento entre os interesses destes e da companhia e seus acionistas, reduzindo, portanto, os problemas de agência descritos no item 2 deste estudo⁹⁸.

No entanto, ao contrário do que levaria a crer este raciocínio, até o momento não foi demonstrada a existência de uma relação empírica entre a outorga de opções de compra de ações e efetivo aumento de suas receitas e/ou lucratividade após a adoção desse mecanismo de incentivo⁹⁹.

Uma dificuldade para medir a eficiência das opções de compra de ações, com base no desempenho da companhia, diz respeito ao nexo de causalidade entre estes dois fatores. Ao invés destes incentivos possibilitarem um desempenho econômico superior, é razoável assumir

⁹⁷ CORE, John E.; GUAY, Wayne R. Stock Option Plans for Non-Executive Employees. *Journal of Financial Economics* n.º 61, 2001. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/StockOptionPlansNonExecutive.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁹⁸ OFEK, Eli; YEMACK, David. Taking Stock: Equity Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership, *The Journal of Finance*, p. 1367. Disponível em: <citeseerx.ist.psu.edu>. Acesso em: 12 dez. 2012.

⁹⁹ O próprio Murphy, que juntamente com Jensen, foi pioneiro no estudo de políticas de remuneração atreladas ao desempenho e defendeu a adoção de planos de outorga de opções de compra de ações pelas companhias em artigos publicados em 1990, menciona, em trabalho produzido no final de tal década que “*although there is ample evidence that CEOs (and other employees) respond predictably to dysfunctional compensation arrangements, it is more difficult to document that the increase in stock-based incentives has led CEOs to work harder, smarter and more in the interest of the shareholder*”. MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. abr. 1998, p. 54, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 dez. 2012.

a hipótese de que as companhias com melhores perspectivas futuras outorguem mais opções de compra, invertendo-se, portanto, os pressupostos de causa e consequência das pesquisas sobre o assunto¹⁰⁰.

Adicionalmente, existe uma larga divergência na literatura que se presta a estudar a reação do mercado à adoção de planos de outorga de opção de ações. Enquanto a corrente tradicional, sobre o assunto, identifica o aumento na cotação das ações após o anúncio de que uma modalidade de remuneração baseada em ações foi aprovada¹⁰¹, outros autores – inclusive no Brasil¹⁰² – argumentam pela existência de reações negativas do mercado a tal iniciativa.

Assim, na ausência de dados concretos que demonstrem o real impacto de tal modalidade de incentivo e sua percepção pelo mercado, torna-se necessário analisar detidamente aqueles que são apontados como os seus principais objetivos, de modo a estabelecer em qual medida a companhia é beneficiada pela entrega de opções de compra de ações a seus executivos.

A literatura aponta três principais vantagens à companhia em decorrência da outorga de opções de compra de ações a seus administradores. São elas (i) atração de novos profissionais, (ii) retenção daqueles que já são seus colaboradores¹⁰³ e (iii) alinhamento de interesses entre administradores e acionistas¹⁰⁴.

¹⁰⁰ CORE, John E.; GUAY, Wayne R; LARCKER, David F. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *FRBNY Economic Policy Review*, abr. 2003, p. 34-35. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276425>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012. No mesmo sentido, YERMACK, David. Do Corporations Award Stock Options Effectively? *Working Paper Series*, 1994. Disponível em: <<http://archive.nyu.edu/fda/bitstream/2451/27285/2/wpa94054.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁰¹ O estudo de Bhagat, Brickley e Lease de meados dos anos 80 é o mais citado nesse sentido. BHAGAT, Sanjai; BRICKLEY, James A.; LEASE, Ronald. Incentive Effects on Stock Purchase Plans. *Journal of Financial Economics*, p. 14, 1985. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/IncentiveEffectsStockPurchasePlans.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁰² É o que se conclui da análise da cotação das ações na BM&FBOVESPA das companhias após o anúncio da adoção de planos de opção de compra de ações, entre 1994 e 2007. DOS SANTOS, Aline Barreiro; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. *Market Reaction to the Approval of Stock Option Plans: An Event Study of Bovespa Listed Companies*. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1502>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁰³ Em relação aos dois primeiros itens, sua importância é tal que alguns chegam a vincular o propósito do plano à atração e retenção de profissionais: *The primary purpose of a company stock option plan is the attraction and retention of executive, key or qualified personnel, and the granting of that option is considered a form of*

Foi realizada uma pesquisa específica para testar tal assertiva. Assim, no Anexo C, à dissertação, reproduziram-se os objetivos declarados pelas companhias integrantes do IBOVESPA em seus respectivos Formulários de Referência para a instituição de programas de incentivos baseados em ações. O universo total da pesquisa correspondeu a 43 (quarenta e três) companhias¹⁰⁵.

O resultado obtido confirmou que as vantagens acima mencionadas de fato são aquelas perseguidas quando da concessão das opções de compra de ações: 27 (vinte e sete) companhias almejam o efeito de atração de profissionais qualificados, enquanto 32 (trinta e duas) também buscam a retenção de determinados profissionais. Além disso, note-se que todas as companhias em questão, exceto uma¹⁰⁶, mencionam que o alinhamento de interesses é um dos objetivos quando da concessão deste incentivo¹⁰⁷.

Ademais, é digno de nota o fato de 3 (três) companhias incluírem, dentre os objetivos da outorga de opções de compra de ações, a transmissão de um sentimento de participação no negócio e titularidade da organização empresarial àqueles que são contemplados com este incentivo. Trata-se de uma explicação pouco usual e raramente citada na literatura a respeito, a qual, não obstante, também deve ser considerada em tal estudo.

compensation. FLETCHER, William Meade. *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, 1995 Revised Volume, Volume 5A, Editora Clark, Boardman, Callaghan, Volume 5A, p. 148.

¹⁰⁴ “The main argument in favor of stock option plans is that they give executives a greater incentive to act in the interests of shareholders by providing a direct link between realized compensation and company stock-price performance.” HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 1 maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁰⁵ De um total de 45 companhias que adotam esta modalidade de incentivo, duas delas não mencionaram, em seu formulário de referência, qual o objetivo buscado pela concessão de opções de compra de ações.

¹⁰⁶ Trata-se da Telefônica Brasil S.A., cujo objetivo declarado para a outorga de opções de compra de ações é: “ser um plano de Incentivo de Longo prazo que reconhece a contribuição dos beneficiários no resultado do Negócio tornando-se uma importante ferramenta de fidelização.”

¹⁰⁷ Constatou-se, ainda, que um grande número de companhias menciona a instituição de uma visão de longo prazo e o crescimento da companhia como objetivos de um plano de outorga de opções de compra de ações. Ao que parece, tais metas são inerentes à busca pelo alinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas e, portanto, não devem ser estudadas separadamente. O único reparo a este respeito deve-se ao fato do crescimento da companhia ser considerado indistintamente como algo positivo, o que nem sempre é o caso.

De qualquer modo, é importante se perguntar: até que ponto estes objetivos realmente se verificam? Para responder a esta questão, cada um dos benefícios mencionados acima será analisado individualmente, comparando-se sua superioridade em relação a outras formas de remuneração.

3.3.1. Atração de Profissionais Qualificados

O administrador é de extrema importância para o sucesso dos negócios da companhia em que atua: ele é responsável pelo direcionamento estratégico daquela organização, influenciando o destino de empregados, acionistas, prestadores de serviços e demais *stakeholders*.

Portanto, é no melhor interesse da companhia selecionar um profissional talentoso e qualificado para desempenhar esse papel. Assume-se, para este fim, que uma pessoa com estas características só será atraído, se lhe for oferecido um pacote de remuneração igual ou superior ao seu custo de oportunidade¹⁰⁸. Isso significa que o executivo irá optar por trabalhar em determinada organização somente na medida em que a contraprestação for equivalente ou maior do que aquela que pode ser obtida no mercado.

Tendo isso em vista, considera-se geralmente que a outorga de opções de compra de ações constitui um diferencial nos pacotes de remuneração executiva, vez que, pela potencialidade de ganho daquele que a detém, contribui para seduzir profissionais qualificados.

Contudo, há outro aspecto importante em tal quesito, relativo ao tipo de profissional que será atraído por esta espécie de remuneração. Com efeito, são as pessoas de perfil empreendedor, as quais acreditam que seu trabalho irá influenciar no preço das ações da

¹⁰⁸ BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. p.11. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590>. Acesso em: 12 dez. 2012.

companhia, que dão maior valor a este tipo de incentivo e que, presumivelmente, escolherão trabalhar em uma determinada companhia em razão do oferecimento destas opções¹⁰⁹.

Neste sentido, as opções de compra de ações desempenhariam, no âmbito da atração de profissionais qualificados, um papel adicional de seleção, reunindo pessoas ambiciosas e otimistas em relação aos seus negócios¹¹⁰. O que, diga-se, nem sempre é algo positivo.

Há de se considerar ainda que somente executivos de alto escalão e eventualmente uma quantidade limitada de colaboradores responsáveis por inovações técnicas podem efetivamente influenciar diretamente no desempenho da companhia e contribuir para o incremento da cotação das suas ações em mercado. Assim, sem levar em conta eventuais exageros a respeito da sua própria importância e talento, tem-se que o poder de atração e seleção de profissionais audaciosos por meio da outorga de opções de compra de ações estará limitado a apenas alguns poucos cargos da organização.

A prática de mercado, contudo, contraria essa conclusão, eis que se observa uma tendência crescente de se remunerar empregados de nível não executivo por meio de opções de compra de ações, em especial por companhias que atuam em setores de tecnologia fina¹¹¹.

Conclui-se, portanto, que o objetivo de atração de profissionais propagado pelas companhias tem um alcance limitado ao escalão superior da administração executiva, exceto no que diz respeito aos profissionais de senioridade mais baixa que irracionalmente acreditam em sua capacidade de influenciar a atividade empresarial em questão.

¹⁰⁹ HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 14, maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹¹⁰ “The firm may benefit by using stock options to attract optimistic employees. If employees value the firm’s stock option at more than their market price, then the firm can reduce its overall compensation expenses by offering option-based pay packages” OYER, Paul; SCHAEFER, Scott. *Why do Firms Give Stock Option to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories*. mar. 2003, p.11. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10222.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹¹¹ Conforme mencionado no item 3.3 acima.

3.3.2. Retenção de Profissionais Qualificados

A estrutura da outorga de opção de compra de ações considera, em geral, a existência de um período de *vesting*, durante o qual o outorgado não pode exercê-la. Os planos sobre os quais se apoiam os incentivos em questão geralmente estabelecem que, na hipótese de desligamento voluntário do outorgado durante tal período, este perde o direito de exercer a opção.

Referida mecânica contribui para o aumento dos custos impostos ao executivo caso ele deseje desligar-se da companhia e cria, portanto, um efeito de retenção, preservando na companhia os profissionais que ainda não exerceram todas as suas opções e não querem perdê-las¹¹².

Contudo, é importante questionar-se: as opções de compra de ações são realmente o mecanismo mais adequado para se atingir a retenção de profissionais, principalmente quando comparada com outras espécies de remuneração, a longo prazo, como pagamentos em dinheiro atrelados à permanência na companhia e fundos de previdência privada?

A existência de efetiva retenção de profissionais qualificados depende essencialmente da cotação das ações em comparação com o preço de exercício. Em um mercado em que a tendência é a valorização dos ativos (*bull market*), é comum que as opções de compra de ações sejam atraentes após o período de *vesting* e, portanto, os profissionais não queiram abrir mão delas.

Contudo, em situações de desvalorização de ativos e contração do mercado (*bear market*), é possível que as opções de compra percam seu valor e a situação se inverta: executivos tenham incentivos para procurar posições em outras companhias que lhe ofereçam,

¹¹² OYER, Paul; SCHAEFER, Scott. *Why do Firms Give Stock Option to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories*. p.12, mar. 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10222.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

no âmbito dos pacotes de remuneração, a possibilidade de receber novas opções de compra de ações, a preços de exercício substancialmente menores¹¹³.

Assim, conclui-se que o efeito de retenção de profissionais em razão da outorga de opções de compra de ações depende de tendências de mercado que se encontram fora do controle da companhia e, adicionalmente, pode ser atingida de maneira mais previsível e uniforme valendo-se de mecanismo de pagamento deferido.

3.3.3. Alinhamento de Interesses

Conforme já se demonstrou nesta dissertação, a concessão de incentivos no contexto de sistemas de remuneração que priorizam o vínculo entre pagamento e desempenho (*pay for performance system*) popularizou-se como a solução mais comum para conflitos de agência existentes no âmago da vida corporativa, refletindo-se na concessão generalizada das opções de compra de ações.

A lógica por trás desta tendência é a seguinte: presume-se que o executivo irá se esforçar no desempenho de sua função para construir valor à organização empresarial, na medida em que uma parcela dos benefícios percebidos por este é afetada diretamente pela valorização das ações da companhia. Espera-se, assim, um incremento na sua motivação e melhoria do seu desempenho profissional por meio do alinhamento dos seus interesses com aqueles dos acionistas da companhia.

Por outro lado, ainda que tal alinhamento de interesses efetivamente ocorra, há de reconhecer que seu efeito prático é limitado. Aqui cabe o mesmo comentário feito acima, qual seja, de que apenas alguns poucos executivos ou colaboradores chave da área técnica da

¹¹³ “Suppose, for example, that all firms in an industry offer identical compensation packages consisting of base salary and an option grant with an exercise price equal to the grant-date market price. In a bull market, stock prices rise above the exercise price of the options and all workers will find it advantageous to stay with their current employers. But in a bear market stock prices fall below the exercise prices and workers will rationally leave their current firm to join a competitor offering a fresh compensation package” HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p.12, maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012

companhia são capazes de influenciar os negócios da companhia a ponto de afetar positivamente o preço de suas ações.

Ora, se o profissional está ciente de que, por mais que se esforce, o seu trabalho não resultará necessariamente em ganho econômico relativo às opções de compra de ações que lhe foram concedidas, este não se sentirá especialmente motivado a empenhar-se em suas funções e contará somente com o trabalho alheio para eventual valorização das opções em questão.

Cria-se, nesse contexto, um efeito de carona grátis (*free-riding*), expressão que corresponde às situações na quais uma pessoa se favorece do resultado das atitudes de outro sem que tenha que suportar os custos relativos a tal benefício¹¹⁴.

Afinal, caso os esforços particulares de um pequeno grupo de administradores ou empregados resultarem em efetivo incremento da cotação das ações da companhia em mercado, o ganho causado por estes será diluído entre todos os colaboradores da companhia que detêm opções de compra de ações, e não apropriado exclusivamente por aqueles que deram causa a tal valorização. O efeito de carona grátis, portanto, acaba por relativizar o próprio incentivo à motivação e melhoria do desempenho profissional comumente atribuído às opções de compra de ações.

Assim, supõe-se que por meio de pagamentos de bônus (seja em dinheiro, em bens ou por meio da concessão de benefícios) baseados em métricas relacionadas ao desempenho direto de cada funcionário (e, portanto, não da organização como todo), a companhia irá fomentar a motivação e a melhoria do desempenho de seus colaboradores de maneira mais eficiente do que por meio da concessão de opções para a aquisição de ações¹¹⁵.

¹¹⁴ “*Free-riding takes place when individuals are able to take advantage of the benefits of activities of others without paying for these benefits*”. HARRISON, Jeffery L. *Laws and Economics in a Nutshell*. St. Paul: West Group, 1995, p. 47.

¹¹⁵ “*Combining this enormous free-rider problem with the risk imposed on employees through stock-based pay, it seems obvious that cash-based incentive plans on objective or subjective performance measures can provide stronger and more efficient pay-performance incentives*” HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. *The Trouble with Stock Options*. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 16, maio 2003, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

3.3.4. Benefícios Intangíveis

Alguns autores argumentam ainda pela existência de benefícios intangíveis associados com a outorga de opções de compra de ações, na medida em que estas dão margem a uma noção de titularidade da companhia pelos profissionais que a recebem, aumentando o seu nível de satisfação com o próprio emprego e supostamente fazendo-os trabalhar com maior afinco¹¹⁶.

Nessa linha, presume-se que a outorga de opções de compra de ações cria um sentimento de identificação entre os colaboradores e a companhia para a qual estes contribuem com seu trabalho, aumentando-se a moral coletiva dos empregados e incentivando o monitoramento mútuo.

Não existem testes empíricos que comprovem ou neguem esse tipo de efeito, contudo, é de se convir que este efeito de retenção profissional é afetado por um mercado em contração¹¹⁷, transmutando-se no exato oposto: os profissionais titulares de opções sem nenhum valor provavelmente terão uma percepção ruim dos negócios da companhia e se sentirão compelidos a buscar outras oportunidades no mercado.

Ademais, mesmo admitindo-se a criação de um senso de identificação entre colaborador e companhia por meio da outorga de opções de compra de ações, parece que este objetivo pode ser atingido de maneira mais eficiente por meio de campanhas de *marketing* interno e outras ações institucionais que comuniquem os objetivos e valores daquela organização empresarial de modo generalizado.

¹¹⁶ “If there is any great utility to employee stock ownership, it is not as an incentive for enhancing performance but rather as vehicle for creating a feeling of warmth and togetherness in the corporation. Employees like to feel that they are all in the enterprise together and stock ownership is conducive to the warmth of feeling” MARTIN, Roger. *The Wrong Incentive: Executives Taking Stock will Behave like Athletes Placing Bets*. Disponível em: <faculty.som.yale.edu>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹¹⁷ HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*, n. 03-33, p. 16-17, maio 2003, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>. Acesso em: 12 dez. 2012.

3.4 Quais os Principais Problemas Associados à Outorga de Opções de Compra de Ações?

A raiz de todos os problemas associados à outorga da opção de compra de ações consiste na possibilidade dos executivos influenciarem na condução dos programas relativos à concessão de tais opções, com o objetivo único de aumentar a sua remuneração final em um determinado período. Trata-se, assim, da tentativa de obtenção de renda (*rent seeking*) pelos administradores às custas da companhia e, em nível indireto, de seus acionistas.

Cabe mencionar que a expressão *rent seeking* surgiu no âmbito das discussões a respeito da teoria da escolha pública, a qual se presta a explorar a dinâmica de funcionamento das instituições políticas com base em pressupostos da ciência econômica.

Tullock, Seldon e Brady conceituam o *rent seeking* como o uso de recursos reais com o fim de gerar renda econômica para determinadas pessoas, sendo que tais rendas surgem de atividades socialmente negativas. Para exemplificar, os autores concebem um cenário hipotético, no qual determinados setores industriais unem-se para persuadir o governo a impor restrições na importação de bens estrangeiros. Na medida em que se obsta a concorrência, o consumidor é prejudicado e os produtores que influenciaram a decisão governamental são favorecidos¹¹⁸, obtendo renda às custas de terceiros.

Trazendo a discussão para o espectro corporativo, a possibilidade de extração de renda pelos administradores se dá na medida em que estes recebem uma contraprestação pelos seus serviços em um nível acima daquele considerado ótimo na perspectiva da companhia e dos acionistas, criando um fluxo que retira valor da organização empresarial e transfere aos seus executivos.

Como será demonstrado nos itens abaixo, este comportamento rentista é viabilizado tanto pela ineficiência da estrutura dos planos que servem de base à outorga das opções de compra de ações, quanto pelo oportunismo dos executivos remunerados desta maneira, que se

¹¹⁸ TULLOCK, Gordon; SELDON, Arthur; BRADY, Gordon L. *Falhas de Governo – Uma Introdução à Teoria da Escolha Pública*. Instituto Liberal, 2005, p. 55.

engajam em iniciativas voltadas ao incremento do valor de suas opções em detrimento da companhia e de seus acionistas¹¹⁹.

3.4.1 Problemas Estruturais dos Planos de Outorga de Opção de Compra de Ações

Como já mencionado, a prevalência do interesse social da companhia é o princípio orientador da outorga de opção de compra de ações aos administradores. Presume-se, pois, que o plano no qual se baseia esta outorga contará com dispositivos que garantam a geração de benefícios.

Não é, contudo, o que se percebe da análise dos planos de outorga de opção de compra de ações. Seja pelo interesse dos executivos na existência de planos que lhe confirmam vantagens indevidas ou pela simples falta de cuidados daqueles responsáveis por redigir e aprovar os planos de opção de compra de ações, o fato é que é possível se detectar diversas deficiências nos instrumentos que servem de base para tal outorga, conforme se detalhará nos próximos itens.

A falta de cuidado inicia-se com a existência de planos de opções de compra de ações mal desenhados, os quais podem fazer com que o valor construído à companhia e seus acionistas seja reduzido de maneira significativa, enfraquecendo, pois, a própria razão pela qual o plano foi adotado.

É necessário referir-se, ainda, ao fato de o item XII do artigo 1º da Instrução CVM n.º 323 de 19 de janeiro de 2000 definir como abuso do poder de controle, “a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia (...) sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários”.

¹¹⁹ “More importantly, to camouflage or facilitate the extraction of rents, managerial power can lead to the use of inefficient pay structures that weaken or distort incentives and that, thus, in turn, further reduce shareholder value”. BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, p. 2. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Deste modo, o efeito prejudicial à companhia em razão da existência de falhas na concepção dos planos de opção de compra de ações, como aquelas que serão abordadas detalhadamente neste item, sujeita o acionista controlador e/ou a administração da companhia às sanções previstas na regulamentação aplicável.

O Anexo D à dissertação apresenta a análise empreendida em relação a estes planos de outorga de opção de compra de ações que foram selecionados aleatoriamente entre companhias abertas. Abaixo, pois, seguem as principais falhas que se detectaram em tais instrumentos.

3.4.1.1 Ausência de Filtros de Tendências de Mercado

Como já se mencionou, o preço de qualquer bem negociado em mercado está sujeito a movimentos cíclicos, correspondente a, de um lado, a expansão econômica e valorização de ativos e, de outro, a contração de investimentos e redução de preços. Uma opção de compra de ações tem o seu valor vinculado à cotação da ação da companhia outorgante, e, portanto, está sujeita à volatilidade ínsita a esta dinâmica de mercado.

Daí a conclusão de que, pelo fato de que movimentos cíclicos de alta vinculam-se a circunstâncias fora do controle dos administradores, como, por exemplo, a mudança na taxa de juros, alguns profissionais são remunerados simplesmente por estarem no lugar certo e no momento certo¹²⁰, em um flagrante efeito carona.

Na perspectiva de que as opções de compra de ações devem premiar o desempenho diferenciado dos profissionais assim remunerados, parece razoável a imposição de filtros às oscilações de mercado, adicionando à equação a variação dos índices representativos do desempenho médio dos valores mobiliários nos seus respectivos mercados, ou ainda, a cotação

¹²⁰ RAPPAPORT, Alfred. The Economics of Short-Term Performance Obsession. *Financial Analysts Journal*, v.61, p. 73, 2005. Disponível em: <<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

das ações de companhias que atuam no mesmo setor que a outorgante em um determinado período¹²¹. Trata-se de promover uma avaliação relativa do trabalho de um administrador, comparando-o àquele desenvolvido por seus pares.

O que se verifica na prática, porém, é a ausência generalizada de filtros dessa natureza nos planos de opção de compra de ações¹²². Como consequência, os executivos detentores de tais opções são efetivamente beneficiados ou, em alguns casos, prejudicados, por tendências de mercado, enfraquecendo o incentivo para que este se empenhe no desempenho de suas funções.

Afinal, por qual razão alguém se esforçaria se é possível aproveitar o efeito carona de um mercado em alta? Na mesma linha, qual o incentivo criado se o profissional sabe que todo o seu trabalho duro será em vão devido às perspectivas de contração econômica e desvalorização da cotação das ações a que ele terá direito se exercer a opção?

É de extrema importância, portanto, a fixação de parâmetros que filtrem tendências de mercado. Contudo, em apenas 3 (três) dos 7 (sete) planos de outorga de opções de compra de ações analisados para fins deste trabalho menciona-se a possibilidade do órgão que supervisiona tal programa promover descontos ou acréscimos ao preço de exercício e, em nenhum caso, explicitou-se que tais ajustes teriam como objetivo neutralizar eventuais tendências de mercado.

¹²¹ “If the exercise price could be linked to measures like S&P 500, or an index of close product-market competitors, then executives would be rewarded for gains in stock price in excess of those explainable by market factors outside their control.” ABOWD, John M.; KAPLAN, David S. *Executive Compensation: Six Questions that Need Answering*. abr. 1999, p 15. Disponível em: <https://instruct1.cit.cornell.edu/jma7/ak-jep_revised_05-02.PDF>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹²² Registre-se aqui que alguns autores defendem a não utilização de filtros às tendências de mercado, pois, como consequência desta iniciativa, os administradores seriam incentivados a buscar projetos muito arriscados, que diferencie a companhia para a qual trabalham de suas concorrentes e do mercado em geral. Contudo, essa assertiva ignora o fato de que os executivos detentores de opções já estão sujeitos a engajar suas companhias em projetos com um nível de variância de risco elevado, pelo simples fato de tais projetos contribuírem, por si só, à volatilidade da cotação das ações de uma companhia, conforme discutido no item 3.4.2.2.

A ausência generalizada destes filtros na estrutura dos planos de outorga de opções de compra de ações só pode ser explicada pela influência dos executivos que, na perspectiva de seu comportamento rentista, exercem na concepção de tais planos¹²³.

3.4.1.2 Uniformidade na Fixação do Preço de Exercício

O preço de exercício corresponde a uma das variáveis mais importantes da equação relativa à concessão das opções de compra de ações, na medida em que o nível de incentivo outorgado ao administrador mede-se pela diferença entre o valor da ação no mercado e a quantia que este tem de desembolsar para exercer a opção de adquiri-la. Diante disso, é surpreendente que os planos de opção de compra de ações usem a cotação de mercado à época da outorga como o único componente do preço de exercício da opção.

Há de se reconhecer, no entanto, que a configuração de um incentivo depende de fatores específicos daquela organização empresarial¹²⁴ e, principalmente, do profissional outorgado. Os mais diversos profissionais são outorgados com opções e cada um destes tem um perfil de risco específico, em função de sua situação econômica, diversificação, idade e até formação¹²⁵. Para cada indivíduo, portanto, há um preço de exercício ideal, que leva em conta tais fatores para estabelecer o nível de motivação apropriado.

Na visão de Bebchuk, Fried e Walker a prevalência da adoção do valor de mercado como parâmetro único do preço de exercício pode ser explicado na medida em que o uso da

¹²³ É a explicação sugerida por Bebchuk, Fried e Walker, conforme BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. p. 62- 63. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Os autores ainda sugerem que executivos tenderiam a rejeitar a adoção de um parâmetro de desempenho da companhia em comparação com suas concorrentes, pois isso facilitaria as críticas ao resultado individual da gestão daquele profissional, caso as demais companhias tivessem um desempenho superior.

¹²⁴ As oportunidades de crescimento e o nível de endividamento, por exemplo, são características próprias de cada companhia e, portanto, deveriam influenciar a fixação do preço de exercício da opção de compra de ações.

¹²⁵ NOHEL, Tom; TODD, Steven K. *Stock Options and Managerial Incentives to Invest*, EFMA 2002 London Meetings, nov. 2001, p. 22. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202458>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

cotação das ações é presumivelmente justo, e, portanto, independe da apresentação de maiores justificativas¹²⁶.

Por outro lado, caso o órgão responsável pelo monitoramento da outorga decida aplicar um desconto ou um acréscimo ao valor de mercado quando da fixação do preço de exercício, este terá de oferecer explicações à companhia e ao próprio outorgado. Assim, pela conveniência em se adotar um valor ratificado pelo mercado, tem-se como resultado que o valor para exercer as opções de compra converge para um denominador único e não cumpre sua função de alinhamento de interesses na perspectiva individual de cada administrador.

Conforme Anexo D à dissertação do total de programas de opções de compra de ações analisados, somente dois estabelecem que o comitê responsável pelo gerenciamento do programa definirá o preço de exercício de modo casuístico. Nos demais casos, uma fórmula é estabelecida de antemão para o cálculo do preço de exercício, sempre tomando como referência o valor de mercado das ações quando da concessão da opção.

3.4.1.3 Liberdade para Neutralizar Incentivos

Outro aspecto a ser aprimorado na redação dos planos de outorga de ações diz respeito à capacidade dos executivos neutralizarem os incentivos que lhe foram concedidos.

Como se sabe, a lógica da concessão de opções de compra de ações diz respeito à geração de valor à companhia e seus acionistas. Portanto, no âmbito deste tipo de remuneração geralmente contempla-se a existência de um lapso de tempo que deve ser observado até que as opções se tornem passíveis de exercício.

Trata-se de iniciativa salutar, na medida em que busca vincular o ganho relativo às opções à efetiva contribuição do executivo para o desenvolvimento dos negócios da

¹²⁶ BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, p. 70. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

companhia¹²⁷. Contudo, é de se questionar por qual motivo não são impostas limitações semelhantes à neutralização de incentivos após as opções se tornarem exercíveis.

Afinal, o que geralmente se observa é que, depois de transcorrido o período de restrição para o exercício das opções de compra, os executivos têm liberdade total para exercer as opções e vendam as ações recebidas.

Se por um lado a liquidez imediata é parte importante do atrativo relacionado ao exercício da opção, há de se considerar também que ela corresponde ao desmanche do alinhamento de interesses e traz consigo a problemática relativa à renovação de tais incentivos. Observados os limites do plano pré-aprovado, sempre é possível realizar novas outorgas – porém é importante lembrar que, nesta hipótese, será imposto um custo adicional aos acionistas, os quais serão novamente diluídos para que se ofereça um prêmio ao mesmo administrador.

Na ausência de limites às negociações das ações recebidas pelo exercício da opção, dados de mercado demonstram que os executivos geralmente liquidam a posição acionária resultante das opções de compra de ações assim que possível¹²⁸. Tal iniciativa em geral se explica pela falta de diversificação dos executivos, os quais têm todo o seu capital humano (e, geralmente, grande parte de seu capital financeiro) vinculado àquela companhia e nessa perspectiva preferem deter moeda corrente.

O fato, no entanto, é que referida liquidação traduz-se como uma sinalização negativa ao mercado¹²⁹ e, dependendo da quantidade de ações ofertadas em mercado pode antecipar a

¹²⁷ BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, p. 76. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹²⁸ Nesse sentido, Ofek e Yemack concluem, por meio da análise de dados empíricos, que “*for executives who exercise stock options, we find near total selling of the shares*” OFEK, Eli; YEMACK, David. *Taking Stock: Equity Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership*, *The Journal of Finance*, p. 1368. Disponível em: <citeseerx.ist.psu.edu>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹²⁹ A venda de um bloco significativo de ações pelos administradores da companhia pode sinalizar um descrédito destes em relação aos negócios da organização empresarial que comandam e acerca da qual detém uma série de informações, e presumivelmente será interpretada pelos investidores como um sinal negativo quanto às suas perspectivas.

queda de valor de mercado da companhia – e, em situações extremas, até causá-la, em um terrível efeito de profecia autorrealizável¹³⁰.

Seria natural, portanto, que pelo menos parte das ações obtidas com o exercício das opções de compra permanecessem sujeitas a restrições à negociação por um determinado período de tempo, preservando-se o estímulo para que o administrador oriente seus esforços no melhor interesse da companhia durante um período adicional. Não é, no entanto, o que se observa na prática de mercado relativa às opções de compra de ações.

Por meio da pesquisa empírica, constatou-se que, novamente, apenas 2 (dois) planos de outorga de opções de compra de ações impõem restrições com o objetivo de manter os incentivos por um período de tempo adicional. Trata-se, portanto, de iniciativa rara na perspectiva brasileira.

3.4.1.4 Mudanças nas Regras do Jogo: O Uso de Opções Ajustadas

Como já se mencionou, a relação entre o preço de exercício da opção de compra de ações e a cotação do valor mobiliário subjacente a tal opção em dado momento é um fator fundamental na decisão quanto à efetiva aquisição de ações pelo administrador. É bastante natural que as opções que estão “debaixo da água” – como são denominadas no jargão corporativo - não sejam exercidas, vez que qualquer um pode adquirir os títulos em mercado por um preço inferior.

Nesse caso, é possível supor que aquele que foi outorgado com o incentivo não realizou um trabalho bom o suficiente para influenciar o valor da cotação da ação da companhia e não merece ser recompensado por esta via de remuneração.

¹³⁰ Tradução da expressão em inglês “*self-fulfilling prophecy*”, cunhada por Merton no âmbito do estudo da corrida dos bancos. Trata-se de uma situação que se inicia com uma proposição falsa, que, ao surgir, afeta o comportamento de determinados agentes e, por conta disso, torna-se verdadeira. Assim, quando os administradores de uma companhia vendem toda a sua posição acionária em mercado, tal evento pode ser interpretado pelos investidores de modo negativo (conforme nota de rodapé acima) e, mesmo que a companhia não tenha perspectivas negativas que prejudiquem o seu valor de mercado, o seu valor de mercado é afetado.

Contudo, o que se verifica é que, por vezes, se permite que os órgãos responsáveis pela administração de tais planos de outorga ajustem as opções previamente concedidas, as quais estão “debaixo da água”, diminuindo o preço de exercício destas e aproximando-lhes do valor de mercado da ação.

Um ajuste *ex post* à formula relativa às opções de compra de ações é extremamente prejudicial à percepção do profissional quanto à necessidade de atingir resultados diferenciados. Afinal, a expectativa de que o preço será ajustado no futuro acaba por relativizar a importância do esforço para atingir melhores resultados desde o momento de sua concessão¹³¹.

Em defesa desta medida, alguns autores destacam que esta se presta a renovar a motivação ao desempenho superior de tais executivos, bem como a retenção destes pela companhia, presumindo-se que a existência de incentivos atraentes (neste caso, uma opção de compra de ações com preço de exercício inferior ao valor de mercado da ação) gerará ganhos à companhia em escala superior ao custo de se modificar o preço da opção *ex post*.

Contudo, não seria mais racional simplesmente aumentar o período durante o qual a opção pode ser exercida? Assim, seria dada a oportunidade do administrador trabalhar mais duro, por mais tempo, e eventualmente ser favorecido pela reação positiva do mercado à melhoria dos negócios da companhia.

Ademais, seguindo a lógica de que o preço de exercício da opção de compra de ações deve ser corrigido para refletir o eventual desempenho positivo do administrador, deveria se contemplar igualmente o ajuste positivo deste, ou seja, o aumento do valor do preço de exercício, de modo a filtrar eventuais variações na cotação de ação que sejam atribuíveis a tendências de mercado (conforme discutido com mais detalhes no item 3.4.1.1. acima).

¹³¹ “Board responses, such as [...] lowering the exercise price of existing options, are shareholder-unfriendly tactics that rewrite the rules in midstream, They undermine the options incentive by turning it into a heads-I-win, tails-I-win arrangement”. RAPPAPORT, Alfred. The Economics of Short-Term Performance Obsession. *Financial Analysts Journal*. v. 61, p. 73, 2005. Disponível em: <<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Esta mudança, contudo, é raríssima¹³², contribuindo para a conclusão de que o ajuste do preço de exercício das opções de compra de ações serve apenas para propósitos prejudiciais à companhia e, nesse sentido, pode resultar na relativização de incentivos e/ou favorecimento de executivos que obtiveram resultados pouco satisfatórios.

3.4.2 Problemas de Incentivos dos Planos de Outorga de Opção de Compra de Ações

Os problemas associados às opções de compra de ações não se limitam a questões relacionadas às deficiências dos planos que servem de base para tais outorgas. Cabe aqui lembrar que o principal efeito desta ferramenta de gestão diz respeito à criação de incentivos – e este vocábulo não tem necessariamente uma conotação positiva.

Com efeito, as opções de compra de ações geram uma série de incentivos perversos, os quais podem influenciar a conduta dos administradores negativamente, e os levam a tomar decisões em prejuízo da companhia, conforme será estudado a seguir.

3.4.2.1 Incentivos à Manipulação de Resultados

Uma crítica comumente formulada à adoção de sistemas de remuneração atrelados ao desempenho da companhia diz respeito à criação de incentivos para que os administradores pratiquem manobras contábeis com o objetivo de aumentar seu próprio pagamento¹³³.

O problema torna-se mais agudo quando se remunera mediante concessão de opções de compra de ações, na medida em que o aumento dos resultados das companhias é refletido

¹³² Mencione-se, para este fim, pesquisa que verificou 806 ajustes às opções de compra de ações no mercado norte-americano e que apenas 2 destes contemplavam o aumento do preço de exercício. BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, p. 72. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹³³ “Pay for performance gives managers and directors incentives to manipulate performance criteria and to resort to fraudulent accounts to the disadvantage of the long-term interest of the firm.” FREY, Bruno S.; OSTERLOH, Margit. Yes, Managers Should be Paid Like Bureaucrats. *CESifo Working Paper* n. 1379, p. 25. Disponível em: <http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=555697>. Acesso em: 12 dez. 2012.

diretamente na valorização da cotação das ações em mercado, e, por consequência, verifica-se o aumento do ganho advindo do exercício da opção pelo executivo. Quando não se é capaz de atingir o crescimento por meios idôneos, parte-se para a manipulação de resultados.

Esta crítica tem respaldo factual. Tome-se, por exemplo, a companhia norte-americana Xerox, que em abril de 2002 foi processada pela *Securities Exchange Commission* pela manipulação de suas receitas entre 1997 e 2001, período no qual seus administradores receberam e exerceram quantidades enormes de opções de compra de ações. A investigação terminou em um acordo entre a companhia e o órgão regulador, resultando em uma revisão das receitas da Xerox para o quadriênio acima mencionado, as quais foram reduzidas em aproximadamente US\$ 2.1 bilhões¹³⁴.

Não é preciso ir tão longe para identificar exemplos práticos de fraudes desta natureza. Em novembro de 2010, o ruidoso caso do Banco Pan-Americano veio à tona no mercado de capitais brasileiro. Resumidamente, o Banco Central, em sua rotina de supervisão do sistema financeiro, detectou inconsistências nos registros contábeis de tal banco. Após uma averiguação mais profunda, concluiu-se que os sistemas internos de controle da companhia haviam sido corrompidos para inflar artificialmente receitas e reduzir despesas¹³⁵.

Não coincidentemente, os bônus dos executivos do Banco Pan-Americano estavam ligados ao atingimento de determinadas metas de desempenho atreladas ao resultado da companhia. A concessão desse incentivo, pois, resultou em uma perda de 30% do valor da cotação das ações imediatamente após o anúncio da fraude contábil e, não fosse a intervenção

¹³⁴ BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO Incentives and Earning Management. *Journal of Financial Economics*, v. 80, p. 2, jun. 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001121>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹³⁵ Conforme relato da reportagem publicada pelo O Globo, “a origem dos problemas estava na prática, comum no mercado financeiro, da venda de carteiras de empréstimos entre bancos. As normas determinam que esses financiamentos sejam retirados da lista de ativos e colocados em uma conta de compensação à parte, sendo abatidos à medida que são pagos. Mas o sofisticado esquema de fraude gerenciado por um programa de computador devolvia os empréstimos vendidos à conta original.” Reportagem disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/panamericano-novela-de-uma-fraude-contabil-2812547>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

do Fundo Garantidor de Créditos, poderia ter sacrificado a estabilidade do sistema financeiro nacional como um todo.

Justifica-se, portanto, o estudo detalhado do tema em tópicos específicos, como será feito a seguir.

(a) *A Valorização dos Resultados de Curto Prazo*

O valor de uma companhia está relacionado à sua capacidade de obter fluxos de caixa no futuro, de modo a permitir o pagamento de dividendos aos seus acionistas e financiar projetos que lhe sejam benéficos. Para tanto, é preciso projetar a perspectiva de geração de recursos e calcular o seu valor na data presente, aplicando-se uma taxa de desconto que represente o nível de risco ao qual aquela companhia está exposta¹³⁶.

É o que se convencionou chamar de DCF (a sigla advém da abreviação da expressão em inglês *discounted cash flow*), um processo de avaliação do valor de uma companhia feito em um horizonte de longo prazo e tradicionalmente adotado em processos de precificação de ativos.

Contudo, em razão da existência de custos associados à utilização deste método (por exemplo: tempo de análise, obtenção de dados, realização de projeções), Rappaport sugere que os analistas de investimento responsáveis pela gestão profissional de carteiras de valores mobiliários baseiam a maioria de suas escolhas nos resultados trimestrais apresentados pelas companhias¹³⁷. Estabelece-se, assim, uma relação direta entre as recomendações de investimento e os dados divulgados periodicamente ao mercado pelas próprias companhias.

¹³⁶ ABREU FILHO, José Carlos Franco, *et. al. Finanças Corporativas*. 2. ed. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2003, p. 108.

¹³⁷ RAPPAPORT, Alfred. *The Economics of Short-Term Performance Obsession*. *Financial Analysts Journal*, v.61, p.65, 2005. Disponível em: <<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Skinner e Sloan exemplificam a relação entre o anúncio de resultados trimestrais e a reação do mercado ao mencionar o caso da companhia norte-americana Oracle que, em dezembro de 1997, divulgou um ganho por ação de 19 centavos de dólar (um resultado 4% superior ao do ano anterior), enquanto que o consenso dos analistas especializados apontava para a soma de 23 centavos de dólar. A cotação das ações da Oracle caiu 29% em um dia, custando à companhia algo como US\$9 bilhões de valor de mercado¹³⁸.

É possível identificar situações semelhantes no contexto atual do mercado brasileiro. Tome-se a divulgação de resultados trimestrais pelo Banco Bradesco em julho de 2012: o lucro da instituição financeira cresceu 1,7% em relação ao mesmo período de 2011, atingindo a soma de R\$ 2,8 bilhões. Contudo, por não ter atingido a expectativa dos analistas de investimentos, as ações do banco operavam em significativa queda na data de divulgação de tais números¹³⁹.

Em resposta à importância atribuída pelo mercado à divulgação dos resultados trimestrais, os administradores buscam apresentar números que superem ou ao menos atendam estes anseios. Afinal, o não atingimento das projeções frequentemente resulta na penalização do valor da cotação das ações de uma determinada companhia. Em um cenário em que os executivos são remunerados massivamente por opções, essa é a receita perfeita para o naufrágio corporativo.

(b) *A Importância das Informações Contábeis e os Efeitos do Gerenciamento do Resultado*

Para entender a extensão do problema ora em análise, é necessário referir-se àquilo que se denomina *earnings management* na literatura norte-americana (traduzida neste estudo como “gerenciamento de resultados”), correspondente ao uso da discricionariedade da administração

¹³⁸ SKINNER, Douglas J.; SLOAN, Richard G. *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*. jul. de 1999, p. 4. Disponível em: <<http://webuser.bus.umich.edu/tradingfloor/earningstorpedo/research/torpedoreportbysloan.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹³⁹ Conforme notícia disponível em: <<http://economia.uol.com.br/cotacoes/ultimas-noticias/2012/07/23/acoes-do-bradesco-tem-forte-queda-na-bolsa-apos-divulgacao-de-balanco.jhtm>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

quando da elaboração das demonstrações financeiras com o objetivo de induzir os receptores das informações contábeis a erro¹⁴⁰.

A contabilidade tem como objetivo fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões econômicas e avaliações por parte de acionistas, investidores externos, instituições financeiras, autoridades governamentais e demais interessados (referidos na prática contábil como “usuários”). É necessário, portanto, que esta reflita corretamente o desempenho da companhia em determinado período, de modo a orientar sua correta avaliação pelo mercado.

As regras para elaboração de demonstrações financeiras, no entanto, não podem ser concebidas de maneira rígida, diante da impossibilidade de se prever as novas configurações das estruturas empresariais, que experimentam constantes mudanças em busca de diferenciais competitivos¹⁴¹.

Assim, ao admitir-se certo grau de discricionariedade na contabilização das atividades de uma companhia, permite-se que os administradores divulguem as informações financeiras da companhia de modo individualizado, considerando as inovações surgidas em modelos de negócios e transmitindo ao mercado todo o seu conhecimento específico a respeito do fluxo econômico daquela organização empresarial¹⁴². É esse exercício tão importante que Comparato denomina de “política de balanço”¹⁴³.

¹⁴⁰ HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. *A Review of the Earnings Management Literature and its Implications*. Accounting Horizons, v. 13, n. 4, p. 368, dez. 1999. Disponível em: <<http://web1.cenet.org.cn/upfile/94580.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁴¹ LEVITT, Arthur. *The Numbers Game*. Discurso proferido no NYU Center for Law and Business. Disponível em: <<http://www.utdallas.edu/~andersmc/6344/Day%2020-%20Numbers%20game.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁴² *If financial reports are to convey managers' information on their firms' performance, standards must permit managers to exercise judgment in financial reporting. Managers can then use their knowledge about the business and its opportunities to select reporting methods, estimates and disclosures that match the firm's business economics, potentially increasing the value of accounting as a form of communication*. HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. *A Review of the Earnings Management Literature and its Implications*. Accounting Horizons, v. 13, n. 4, p. 366, dez. 1999. Disponível em: <<http://web1.cenet.org.cn/upfile/94580.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁴³ “Os fatos econômicos não passam para os livros contábeis no estado bruto, mas são traduzidos, simbolicamente, em conceitos e valores, ou seja, são previamente estimados e valorados, segundo um critério determinado em função de uma finalidade específica”. COMPARATO, Fabio Konder. *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 32.

Contudo, é exatamente no exercício da política de balanço que se dá margem à manipulação de resultados pelos administradores. Um expediente elementar para tanto consiste, por exemplo, no reconhecimento antecipado de receitas e alocação de despesas em exercícios futuros, com o objetivo de aumentar o resultado da companhia no curto prazo¹⁴⁴.

O efeito da manipulação de resultados é prejudicial na medida em que sacrifica os interesses de longo prazo da companhia, criando um círculo vicioso de valorização artificial que, em certo momento, será revertido, diante da sua falta de substrato econômico, gerando perdas aos acionistas.

Além disso, é preciso considerar os efeitos de segunda ordem de tal prática, que são ainda mais desastrosos. Considerando que o mercado se vale das informações contábeis para precificar ativos, a existência de suspeitas quanto à manipulação de resultados por um agente econômico levará à aplicação de uma taxa de desconto na negociação dos ativos no mercado em que tal agente atua (correspondente ao risco das informações contábeis não refletirem corretamente a situação patrimonial da companhia).

Afinal, ao saber que as informações financeiras de determinado emissor podem ter sido divulgadas falsamente ou de maneira distorcida em razão do oportunismo dos seus administradores, os investidores - agindo racionalmente - tenderiam a precificar tal risco e descontá-lo na aquisição e negociação dos títulos ofertados, tornando ineficiente e custoso o mecanismo de mercado e, em última instância, afastando dele aquelas companhias que apuram corretamente suas contas, em uma perversa lógica de seleção adversa¹⁴⁵.

¹⁴⁴ O inverso também é possível, ou seja, antecipação de despesas e alocação de resultado em exercícios futuros. É o que se denomina de *taking a bath*, artimanha utilizada por companhias que apresentam um resultado contábil irreversivelmente ruim, de modo que o administrador prefere piorar o seu desempenho no curto prazo para que a melhoria que será obtida em exercícios futuros seja mais substancial. MARTINEZ, Antonio Lopo. *Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando Accruals Discricionários*. Revista Contabilidade e Finanças, v. 19, n. 46, jan.-abr. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁴⁵ Trata-se de mera aplicação da conclusão de Akerlof, ao analisar os efeitos da assimetria de informações em diversos mercados, dentre eles o mercado de carros usados. No exemplo utilizado por esse autor, pelo fato de que os compradores de carros usados não sabem se o carro que pretendem adquirir é um bom carro ou um “limão” (denominação popular para carros com problemas crônicos), os preços de carros usados tendem a se estabilizar em níveis mais baixos do que aquele que se fixaria em condições de simetria informacional e, por consequência, ninguém se sujeita a negociar carros bons em tal mercado. Para Akerlof “*the presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tend to drive the market out of existence*”. AKERLOF, George A. The

(c) *A Relação entre o Gerenciamento de Resultados e as Opções de Compra de Ações:
Uma Explicação sob o Enfoque da Teoria dos Jogos*

Healy estudou pioneiramente o relacionamento entre os bônus oferecidos aos executivos e o gerenciamento de resultados, concluindo, após farta análise estatística, pela existência de uma forte associação entre tais fatores¹⁴⁶. Desta análise empírica extrai-se que os administradores das companhias manipulam as informações divulgadas por meio de demonstrações financeiras para obter ganhos advindos da parcela de sua remuneração que é atrelada ao desempenho da companhia.

Dado esse contexto, Jensen considera que utilizar opções de compra de ações é como jogar gasolina no fogo¹⁴⁷. De fato, a adoção desta modalidade de remuneração cria incentivos ainda mais poderosos para o gerenciamento de resultados, o que pode ser demonstrado mediante a aplicação da teoria dos jogos.

A teoria, acima mencionada, presta-se a explorar o processo de tomada de decisão e as possibilidades de interação estratégica entre agentes (os jogadores) em face de dada situação¹⁴⁸. Sua importância ao tema ora discutido, portanto, diz respeito a compreender a reação dos administradores titulares de opções de compra de ações em um cenário hipotético de divulgação de informações, de modo a mensurar o impacto que a concessão destes incentivos exerce em relação à predisposição para o gerenciamento de resultados.

Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, ago. 1970. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/1879431>>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

¹⁴⁶ HEALY, Paul M. The Effect of Bonus Schemes On Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, p. 106, 1985. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410185900291>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

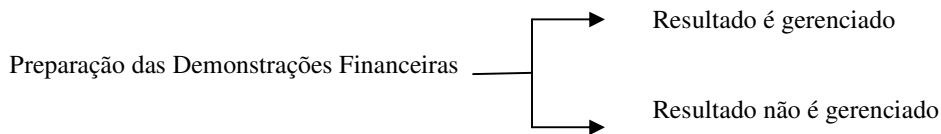
¹⁴⁷ JENSEN, Michael C. Agency Costs of Overvalued Equity. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*. Maio 2004. Disponível em: <http://18.7.29.232/bitstream/handle/1721.1/55940/CPL_WP_05_09_Jensen.pdf?sequence=1>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁴⁸ FIANI, Ronaldo. *Teoria dos Jogos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 09.

Um conceito intrínseco à aplicação da teoria dos jogos é a racionalidade individual, entendida como a busca de uma otimização de resultados por um determinado jogador, quando este é instado à tomada de decisão¹⁴⁹. Apoiando-se em tal premissa, é possível antecipar de que modo os jogadores farão suas escolhas, entre os diversos objetivos que estes possam ter em mente, em uma subsunção de preferências denominada “teoria da escolha racional”.

Transportando a discussão para o contexto deste estudo, tome-se como hipótese um administrador que detenha quantidade considerável de opções para aquisição de ações, as quais podem ser exercidas a qualquer momento (i.e., período de *vesting* já transcorreu). Quando da preparação das demonstrações financeiras trimestrais para divulgação, ele se vê diante da oportunidade de gerenciar o resultado para inflar o desempenho da companhia em tal período.

Assim, as possíveis ações do administrador e os respectivos *payoffs* são as seguintes:



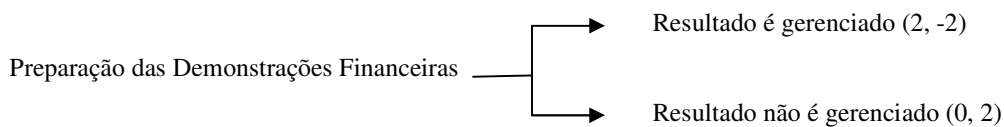
O modelo ora proposto supõe a interação de resultados entre o executivo e o investidor que adquire ações da companhia no mercado.

Pois bem, caso o resultado seja gerenciado e as ações da companhia se valorizem, pressupõe-se que o administrador irá exercer suas opções e, ciente da insustentabilidade da alta do preço das ações no longo prazo, vendê-las em mercado. O investidor, por sua vez, baseado em uma informação financeira manipulada, adquire uma ação cuja tendência é desvalorizar-se no futuro.

¹⁴⁹ POUSADA, Estevan Lo Ré. Alguns Conceitos Elementares de Teoria dos Jogos - Uma Análise Sucinta de Aspectos Potencialmente Relevantes. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 132, p. 170, jan.-mar. 2005. Há de ressaltar, porém, a possibilidade de agentes agirem de maneira diversa daquela que seria considerada como racional, em razão da influência dos mais diversos fatores psicológicos e comportamentais (situação denominada pela doutrina de *trembling hands*).

Por outro lado, caso o administrador opte por não gerenciar o resultado da companhia, admite-se, para fins desse jogo, que as expectativas a respeito daquela companhia não serão atendidas e, conseqüentemente, ela perde valor de mercado. A desvalorização é suficiente para que o preço de exercício supere a cotação da ação em bolsa e, portanto, o executivo decida não exercer suas opções. A seu turno, o investidor aloca seus recursos em outro ativo, sendo remunerado em padrões normais.

Desse modo, a árvore de decisões e os respectivos *payoffs*¹⁵⁰ são os seguintes:



Da leitura do que se apresentou acima, detecta-se a existência de um forte incentivo para que o administrador gerencie as informações contábeis da companhia. Isso se dá pelo fato de que o eventual declínio da cotação da ação não atinge o executivo¹⁵¹. Afinal, na pior das hipóteses, caso suas opções tenham preço de exercício superior ao preço de mercado (opções debaixo da água), ele simplesmente não irá exercê-las¹⁵², permanecendo na mesma situação em que se encontrava anteriormente¹⁵³.

Pode-se argumentar que a apuração de ilicitude da conduta do administrador e eventuais sanções administrativas e criminais servem para desestimular a escolha de manipulação de resultados no jogo acima retratado. É o que se denomina, na teoria dos jogos,

¹⁵⁰ O primeiro número corresponde ao *payoff* atribuído ao administrador e o segundo ao *payoff* atribuído ao investidor.

¹⁵¹ Nesse sentido, Burns e Kedia consideram que “*Use of aggressive accounting practices that increase the stock price will positively affect the value of the CEO’s option holding while limiting the losses due to price declines*”. BURNS, Natasha; KEDIA, Simi. The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting. *Journal of Financial Economics*, v. 79, Issue 1, jan. 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001133>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁵² Poderia se argumentar que, ao desistir de exercer suas opções, o executivo perde na medida em que deixa de receber parte do seu pacote de remuneração. Contudo, é importante considerar que, na linha do que se expôs no item 3.2 acima, que as opções geralmente são outorgadas como um adicional ao pagamento exigido para desempenhar determinada função e, portanto, tal desistência não representa um sacrifício econômico relevante.

¹⁵³ Some-se, ainda, a possibilidade de se restaurar as opções cujo preço de exercício supera o preço de mercado, conforme mencionado no item 3.4.1.4, acima.

de ameaça crível, correspondente à existência de um fator externo capaz de influenciar a interação estratégica entre os jogadores.

Contudo, a eventual punição dos administradores realmente configura uma ameaça crível? Considerando que o gerenciamento de resultados se baseia em áreas cinzentas da contabilidade¹⁵⁴, para as quais se admite, e até se encoraja, o uso da discricionariedade do executivo, é difícil comprovar culpabilidade no caso concreto. Com efeito, exceto em casos de fraudes grosseiras (como o mencionado caso do Pan-Americano), raramente se observam punições desta estirpe a executivos.

Além disso, processos de ratificação por terceiros supostamente independentes (especificamente, o auditor externo, o Conselho de Administração, o Conselho Fiscal, se instalado, e a Assembleia Geral) legitimam as decisões tomadas pela administração da companhia quando da apuração das contas da companhia, mitigando ainda mais sua eventual responsabilização.

Esta lógica de ratificação, aliás, encontra-se prevista na própria Lei 6.404/76, que, em seu artigo 134, parágrafo terceiro, dispõe que a aprovação sem responsabilidade das contas exonera de responsabilidade os administradores, salvo erro, dolo, fraude ou simulação. Ainda que a manipulação de resultados possa ser enquadrada na ressalva da parte final deste artigo, é de se convir que após a aprovação em assembleia geral, dificilmente existirão fundamentos jurídicos para punir os administradores pela distorção dos números nas demonstrações financeiras.

Some-se isso ao fato de que os acionistas de uma companhia aberta dificilmente têm condições de avaliar as demonstrações financeiras em suas minúcias e, mesmo que tenham, essa solução está longe de ser aquela mais economicamente eficiente. É reduzida, pois, a

¹⁵⁴ LEVITT, Arthur. *The Numbers Game*. Discurso proferido no NYU Center for Law and Business. Disponível em: <<http://www.utdallas.edu/~andersmc/6344/Day%2020-%20Numbers%20game.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

possibilidade de se promover um monitoramento intrasocietário da manipulação dos números apresentados pela administração.

É bem verdade que, no âmbito do processo de ratificação que já se comentou, as contas são analisadas pelo Conselho de Administração e pelo Conselho Fiscal (se instalado) antes de sua submissão aos acionistas. Tais órgãos podem emitir pareceres contrários a sua aprovação. No entanto, como bem observado por Jensen, estes se encontram em uma posição delicada, pois questionar as demonstrações financeiras neste caso concreto significaria insurgir-se contra um aumento do desempenho da companhia e, por consequência, sua valorização¹⁵⁵. Quantos Conselheiros de Administração seriam contrários a uma iniciativa que, ao menos aparentemente, é benéfica aos acionistas?

Tampouco o auditor externo, que supervisiona o processo de contabilização, pode ser visto como um entrave significativo à manipulação das contas, pois isso significaria se opor àqueles que decidem quanto à renovação de seu contrato de prestação de serviços de auditoria para a companhia¹⁵⁶. Este fator, aliado à dificuldade de se responsabilizar os próprios auditores¹⁵⁷, faz com que estes tendam a acomodar a “criatividade” da administração na elaboração das demonstrações financeiras.

Não se pretende generalizar esta conclusão a ponto de afirmar que todos os executivos incluídos em programas de outorga de opções de compra efetivamente manipularão as

¹⁵⁵ JENSEN, Michael C. Agency Costs of Overvalued Equity. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*, p. 4, maio de 2004. Disponível em: <http://18.7.29.232/bitstream/handle/1721.1/55940/CPL_WP_05_09_Jensen.pdf?sequence=1>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁵⁶ LEVITT, Arthur. *The Numbers Game*. Discurso proferido no NYU Center for Law and Business. Disponível em: <<http://www.utdallas.edu/~andersmc/6344/Day%20%20-%20Numbers%20game.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁵⁷ Coffee Jr. relata que a visão tradicional da atuação do auditor externo *vis a vis* à administração da companhia é tal que os auditores não têm substrato o suficiente para confrontar a manipulação de resultados, especialmente por esta se apoiar na discricionariedade conferida aos administradores. Na visão do autor, porém, o principal problema reside na ausência de responsabilização específica dos auditores por danos causados à companhia e seus acionistas. COFFEE JR., John C. The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. *Working Paper. n. 191*, maio 2001. Disponível em: <<http://www.ucema.edu.ar/cegopp-base/download/TheAcquiescentGatekeeper.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

demonstrações financeiras de suas companhias. Trata-se, sem dúvida, de iniciativa sujeita a considerações de ordem moral e reputacional.

De qualquer maneira, o fato é que, em razão da dinâmica de funcionamento deste incentivo e do próprio mercado, os administradores titulares de opções de compra de ações passíveis de exercício estão expostos a incentivos para gerenciar o resultado das suas companhias para aumentar o seu próprio ganho. Aumenta-se, portanto, a possibilidade da ocorrência de fraudes corporativas.

3.4.2.2 Incentivos à Assunção Exagerada de Riscos

A teoria da agência informa que os agentes nem sempre compartilham a preferência de risco dos principais¹⁵⁸. No âmbito de uma companhia, isso significa dizer que o administrador é mais avesso ao risco do que os acionistas gostariam que ele fosse. Dentre as benesses trazidas pelas opções de compra de ações, geralmente acrescenta-se a solução a este dilema. O que se argumenta neste estudo, porém, é que aquilo que pode ter um efeito positivo à primeira vista, se converte, na maioria das vezes, em um enorme problema para a companhia.

Para melhor compreender a discussão é necessário, inicialmente, definir o que se denomina como risco sob o aspecto econômico. Na esteira da clássica lição de Knight, tem-se que, ao contrário da incerteza, o risco é mensurável e, portanto, pode ser projetado de antemão¹⁵⁹. Dessa maneira, concebe-se o risco como qualquer desvio de uma média, podendo

¹⁵⁸ EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 61, jan. 1989. Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁵⁹ “The term “risk,” as loosely used in everyday speech and in economic discussion, really covers two things which, functionally at least, in their causal relations to the phenomena of economic organization, are categorically different. The nature of this confusion will be dealt with at length in chapter VII, but the essence of it may be stated in a few words at this point. The essential fact is that “risk” means in some cases a quantity susceptible of measurement, while at other times it is something distinctly not of this character.” KNIGHT, Frank. *Risk, Uncertainty and Profit*. Cambridge: Riverside Press, 1921. Disponível em: <<http://snap3.uas.mx/RECURSO1/pensamiento%20economico/LECTURAS%20HISTORIA%20DEL%20PENSAMIENTO%20ECONOMICO.%20INGL%90S/Knight.%20Risk,%20Uncertainty%20and%20Profit.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

resultar em lucro ou prejuízo, a depender dos mais diversos fatores macro e microeconômicos¹⁶⁰.

Existe, pois, uma relação entre a quantidade de risco em um determinado investimento e o retorno que esta espera obter deste. Obviamente, mediante participação em projetos com maior possibilidade de perda (ou, vulgarmente, mais arriscados), espera-se um prêmio maior.

A análise de riscos deixou de concentrar-se apenas em um negócio ou ativo em questão, e passou a englobar também as relações entre os mais variados setores da economia. Afinal, conforme argumenta Rajan, ao analisar as transformações do ambiente financeiro atual, o avanço da tecnologia da informação nos últimos anos, aliado à abertura e desregulação econômica, aumentou criticamente a interdependência entre diferentes mercados¹⁶¹.

Um exemplo perfeito dessa situação é a crise do *subprime* de 2007, eis que o incremento do inadimplemento no setor imobiliário norte-americano teve como resultado a desestabilização do sistema financeiro mundial, em um verdadeiro efeito dominó. Nesse sentido, é de extrema importância o estudo da assunção de riscos pelos executivos de uma companhia *vis-a-vis* à concessão de opções de compra de ações a estes.

A aversão do administrador ao risco funda-se em um aspecto discutido no item 3.4.1.3 acima, correspondente à aplicação desproporcional do seu patrimônio na companhia. Tal falta de diversificação, o torna particularmente exposto à derrocada financeira da organização empresarial na qual trabalha. Os investidores, de outra maneira, são, em geral, diversificados e, portanto, neutros ao risco. Assim, é do interesse destes que a companhia participe de empreendimentos arriscados, os quais permitam retornos extraordinários¹⁶².

¹⁶⁰ SZTAJN, Rachel. Regulação e Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.137, p. 140, jul.-set. 2005.

¹⁶¹ RAJAN, Raghuram. Has Financial Development Made the World Riskier? *NBER Working Paper*, n. 11728. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11728>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁶² “Shareholders, on the other hand, are generally widely diversified in their holdings; hence they are risk-neutral and seek to maximize returns. Because large gains tend to require that large risks be taken, shareholders therefore favor more risk-taking than do CEOs.” SANDERS, Wm Gerard; HAMBRICK, Donald C. *Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance*. Disponível em: <journals.aomonline.org/InPress/pdf/done/291.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012

Tendo isso em vista, parte da doutrina aponta que, como um efeito positivo da concessão de opções de compra de ações, se verifica o alinhamento das preferências de risco entre acionistas e administradores, afinal, a construção de valor à companhia e seus sócios será revertida ao próprio executivo, na condição de detentor de ações oriundas do exercício da opção.

Há larga evidência fática que comprova a proposição acima, ou seja, que os executivos detentores de opções de compra apresentam maior tolerância ao risco¹⁶³. Contudo, isso não significa que tal modificação na gestão da companhia reverta necessariamente em benefícios a esta e a seus acionistas.

Com efeito, Sanders e Hambrick demonstram que as opções de compra de ações encorajam os administradores a aumentar os investimentos de suas companhias em projetos com maior variância de risco, ou seja, investimentos que apresentam maior dispersão de resultados possíveis e que, portanto, são mais propensos a divergir daquele que é desejado¹⁶⁴.

Valendo-se de uma metáfora esportiva, isso significa dizer que os executivos remunerados dessa maneira sempre escolherão a alternativa que lhes permita fazer um “gol de

¹⁶³ A doutrina americana apresenta diversos estudos para este fim. Menciona-se, apenas a título de exemplo, aquele conduzido por Rajgopal e Shevlin, os quais concluem que, em companhias atuantes no setor de petróleo e gás que remuneram os seus executivos com opções de compra de ações, há uma tendência para redução da contratação de operações *hedge* pela companhia para proteção contra a flutuação do preço do petróleo, indicando que os detentores de opções de compra de ações tendem a suportar maior exposição a tal risco. RAJGOPAL, Shivaram; SHEVLIN, Tony. Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*, p. 147, 2002. Disponível em: <<https://myweb.space.wisc.edu/czhang46/webExecutive%20compensation%20and%20risk%20taking/Rajgopal%20and%20Shevlin%202002.pdf>>. Acesso em: 12 dez.2012. Cabe mencionar a existência de outra linha de pensamento, baseada em modelos de *behaviorial economics*, a qual sugere que os efeitos do *endowment* (correspondente à atribuição subjetiva de valor a um bem pelo fato deste ser de sua propriedade e integrar a sua percepção própria de riqueza) nas opções de compras, detidas pelos executivos, faz com que estes se tornem mais adversos ainda ao risco quando passam a deter esse tipo de remuneração. Para maiores detalhes, ver DEVERS, Cynthia E.; WISEMAN, Robert M.; HOLMES Jr., Michael. *The Effects of Endowment and Loss Aversion in Managerial Stock Option Valuation*. Disponível em: <<http://www.aom.pace.edu/amj/unassigned/devers.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁶⁴ SANDERS, Wm Gerard; HAMBRICK, Donald C. *Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance*. p. 9. Disponível em: <journals.aomonline.org/InPress/pdf/done/291.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.

placa”, não obstante o fato de que, neste caso, a probabilidade de fracasso é substancialmente maior do que a de sucesso.

Tome-se como exemplo um administrador que pode escolher entre o desenvolvimento de uma linha radicalmente inovadora de produtos ante o aperfeiçoamento de produtos que são manufaturados pela companhia no curso normal de seus negócios. Ainda que a primeira alternativa envolva um investimento vultoso em um projeto embrionário e não testado (e que, portanto, apresenta maior grau de variância em relação a um investimento em um produto que já é comercializado), esta tende a ser a escolha do detentor de opções de compra de ações.

Atribui-se tal comportamento a uma peculiaridade das opções de compra de ações já mencionada nesta dissertação: aqueles que recebem este mecanismo de incentivo compartilharão o eventual ganho extraordinário da companhia ao engajar-se em um projeto arriscado – ao passo que, caso a companhia sofra uma perda em razão de tal investimento e a cotação de seus valores mobiliários enfrente uma grave desvalorização, o administrador não será afetado, pois pode simplesmente não exercer a opção.

Note-se, pois, que em programas de incentivos baseados na doação de ações restritas, este efeito será substancialmente reduzido, eis que o executivo está exposto à desvalorização do valor mobiliário desde logo. Contudo, como se considerou no item 1.3 acima, iniciativas desta natureza são raras, especialmente em comparação com a concessão de opções de compra de ações, prática predominante no mercado nacional.

A recente crise financeira mencionada acima evidenciou o efeito destrutivo que a concessão de incentivos aos executivos para realização de apostas com enormes variâncias de riscos. Não por acaso, a literatura sugere que ao vincular diretamente a remuneração dos executivos das instituições financeiras ao valor de mercado destas organizações (por meio, sobretudo, das opções de compra de ações) criaram-se condições para uma alavancagem excessiva e pouco criteriosa¹⁶⁵.

¹⁶⁵ “[...] *bank executives’ pay has been tied to highly levered bets on the value of banks’ assets, giving executives little incentive to take into account the losses that risk-taking could impose on preferred shareholders,*

Não é coincidência, ademais, que exista uma relação positiva entre a outorga de opções de compra de ações e a realização de aquisições pelas companhias comandadas por executivos que recebem tal espécie de remuneração¹⁶⁶. As aquisições são comumente apontadas como operações com grande variância de resultados¹⁶⁷, e, ainda que estas resultem em uma percepção de construção de valor quando do seu anúncio, em geral revelam-se catastróficas em um horizonte de médio e longo prazo¹⁶⁸.

Assim, é possível concluir que o almejado alinhamento das preferências de risco entre acionistas e administradores por meio da outorga de opções de compra de ações contribui para neutralizar a sensibilidade dos executivos à perda. De olho na possibilidade de auferir ganhos milionários, diretores tenderão a apostar mais frequentemente em projetos com alta variância de risco, sem se preocupar com o fato de que, em empreendimento desta espécie, o desastre é mais provável do que o êxito.

bondholders, depositors, and taxpayers. feature of current and past pay arrangements would lead to excessive risk-taking even in a world with one time period in which, by definition, problems related to the length of executives' pay horizon do not arise." BEBCHUK, Lucian A.; SPAMANN, Holger. *Regulating Bankers' Pay, Discussion Paper*, n. 641, p. 1-2. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁶⁶ A correlação é demonstrada por Sanders. Segundo o autor "*those paid with options are motivated to chase potentially large gains from acquisitions even if such gains are not assured. Because option pay does not penalize executives for acquisition failures, it provides little disincentive to engage in acquisitions.*" SANDERS, Gerard. Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay. *The Academy of Management Journal*, v. 44, n. 03, p. 479 e seguintes. Disponível em: <www.jstor.org/stable/3069365>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁶⁷ JENSEN, Michael C.; RUBACK, Ricahrd S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, 1983. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244158>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

¹⁶⁸ Moeller, Schlingemann e Stulz analisaram 12.023 aquisições ocorridas entre 1980 e 2001 e concluíram que, em tal período, estas operações resultaram em uma perda de um total de US\$ 218 bilhões aos acionistas das companhias adquirentes. Os autores identificaram ainda uma relação entre o tamanho das companhias e o resultado das operações, na medida em que as companhias maiores tendem a experimentar mais prejuízos em decorrência de aquisições, consistente com a hipótese de Sanders de que os administradores mais bem remunerados (os quais, em geral, ocupam cargos em companhia de maior porte, conforme COFFEE JR., John C. *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*. *Columbia Law Review*, v. 84, p. 1167, jun. 1984. Disponível em: <<https://litigation-essentials.lexisnexis.com>>. tendem a estimar de modo exagerado sua capacidade profissional de administração de recursos e geração de lucros e envolvem-se em operações pouco rentáveis. MOELLER, Sara B.; SCHLINGEMANN, Frederik P.; STULZ, René M. Do Shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? *NBER Working Paper*, n. 9523, p. 1, fev. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=383560>. Acesso em: 12 dez. 2012.

3.4.2.3 Incentivos à Diminuição de Distribuição de Dividendos

O inciso I do artigo 109 da Lei 6.404/76 estabelece que o estatuto social e a assembleia geral não podem privar os acionistas de participarem dos lucros sociais. Há uma valoração jurídica, portanto, que considera fundamental o direito do acionista ao lucro social, vez que a existência deste direito decorre da própria finalidade lucrativa da organização empresarial.

Não obstante o tratamento do tema na esfera jurídica, Easterbrook aponta que os economistas intrigam-se diante da distribuição de dividendos em companhias abertas com alto grau de liquidez¹⁶⁹. Assume-se que esta é uma prática custosa para a organização empresarial (afinal, tendo em vista a obrigatoriedade de realizar tais pagamentos, as companhias são compelidas a obter financiamentos ou emitir novos valores mobiliários que garantam recursos para o desenvolvimento de suas atividades) e, ao mesmo tempo, irrelevante para os investidores, que poderiam obter o retorno representado pelos dividendos a partir da negociação da participação societária que detêm na companhia.

Em resposta a esta questão, fatores relacionados à tributação dos ganhos¹⁷⁰, sinalização do desempenho positivo e monitoramento das atividades dos administradores¹⁷¹ são geralmente oferecidos pela literatura econômica como explicações acerca da existência de uma política específica de dividendos e importância desta para os investidores.

¹⁶⁹ EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650, set. 1984. Disponível em: <www.jstor.org/stable/1805130>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁷⁰ Afinal, não obstante o fato de que nos Estados Unidos, país de origem de Easterbrook que, portanto, serve de base para as suas conclusões, os dividendos estão sujeitos à tributação, em diversas economias este ganho é isento de tributos. É o caso do Brasil, como dispõe a Lei 9.249/95, segundo a qual “os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão à base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.” Portanto, é inequívoco que acionistas residentes no Brasil preferirão receber os seus recursos por meio da distribuição de dividendos ao invés da negociação direta do seu investimento, a qual se sujeita ao imposto de renda.

¹⁷¹ Esse é o argumento defendido por Easterbrook, por entender que “*expected, continuing dividends compel firms to raise new money in order to carry out their activities. They therefore precipitate the monitoring and debt-equity adjustments that benefit stockholders. [...] In other words, dividends set in motion mechanisms that reduce the agency costs of management.*” EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 655, set. 1984. Disponível em: <www.jstor.org/stable/1805130>. Acesso em: 12 dez. 2012.

De qualquer modo, o fato é que o trâmite percorrido pelo resultado econômico da companhia até a sua partilha com os respectivos sócios, como concebido na lei do anonimato, não é simples. Como bem aponta Bruno Robert, o lucro social é partilhado entre diversas destinações antes de ser recebido pelos acionistas na forma de dividendos¹⁷². A lei 6.404/76 disciplina, a partir do seu artigo 189, todo o tratamento aplicável ao resultado econômico da companhia até que este se transmute em dividendo: inicialmente se subtraem os prejuízos acumulados e a provisão para o imposto sobre a renda e, em seguida, as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias.

O resultado que se atinge após tais deduções é denominado lucro líquido do exercício. Cabe aos acionistas, após destinação dos montantes aplicáveis à reserva legal e reserva por contingência, uma determinada parcela do lucro líquido – é o que se chama de dividendo mínimo obrigatório. Eizirik explica que a criação desta figura jurídica pela lei de 1976 teve como objetivo dar concretude ao direito de os acionistas participarem do lucro social, evitando que este fosse permanentemente reinvestido nas atividades da sociedade¹⁷³

Após o pagamento deste *quantum* mínimo, o valor restante pode ser direcionado a outras reservas contábeis (até o limite do capital social), retido para reinvestimento na sociedade com base em orçamento de capital ou distribuído aos acionistas, adicionalmente ao pagamento mínimo. A discricionariedade existente nesse ponto específico da vida societária dá margem a conflitos entre os diversos grupos de interesse existentes em uma organização empresarial¹⁷⁴.

¹⁷² ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A.- Apuração, Declaração e Pagamento*. Quartier Latin, 2011, p. 47.

¹⁷³ “Durante a vigência do antigo Decreto-lei n. 2.627/1940, constituía prática comum a retenção da totalidade dos lucros auferidos pela companhia para aplicação no seu próprio financiamento, prejudicando a concretização do direito essencial dos demais acionistas em participar dos lucros sociais. Visando a corrigir tal distorção, a Lei n. 6.404/1976 criou o dividendo mínimo obrigatório, cujo objetivo consiste em garantir a efetividade do direito do acionista ao dividendo, evitando que os lucros sociais sejam permanentemente capitalizados em detrimento da distribuição de dividendos a que têm direito os acionistas minoritários”. EIZIRIK, Nelson. Ações Preferenciais. Não pagamento de Dividendos. Aquisição do Direito de Voto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.146, p. 26, abr.-jun. 2007.

¹⁷⁴ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A.- Apuração, Declaração e Pagamento*. Quartier Latin, 2011, p. 34.

Um destes conflitos, especificamente, corresponde à retenção do lucro pelos administradores em detrimento da sua distribuição aos sócios. Como irá se argumentar abaixo, trata-se de situação agravada pela outorga de opção de compra de ações.

Com efeito, a doutrina sugere que, pelo fato de os executivos detentores de opções beneficiarem-se somente da valorização do valor mobiliário em questão, cria-se incentivo para retenção de receitas na companhia e diminuição do fluxo de dividendos pagos aos acionistas¹⁷⁵.

Lambert, Lanen e Larcker conduziram o estudo empírico a este respeito: aproximadamente 200 companhias abertas norte-americanas foram selecionadas e, valendo-se de seus dados financeiros, estimou-se o nível de dividendos esperados de acordo com o modelo econômico Marsh-Merton. A conclusão foi que, após a adoção de planos de opção de compra de ações a executivos, o volume de recursos distribuídos por tais companhias foi substancialmente menor do que aquele inicialmente projetado¹⁷⁶.

A exemplo do que ocorre com a problemática associada à assunção de riscos, é importante mencionar que esta distorção de incentivos não é aplicável a sistemas de remuneração baseados em doação de ações restritas, vez que, neste caso, os executivos participam da distribuição de lucros à base acionária da companhia e presumivelmente não optarão por retê-los.

Note-se que, com o objetivo de neutralizar referida tendência, os planos de opção de compra de ações de algumas companhias norte-americanas estabelecem o pagamento, quando

¹⁷⁵ “This result logically follows from the fact that options only gives executives rights to share price appreciation, but not to income distributions; therefore options-loaded executives prefer to retain earnings, so that they can be applied toward long-term investment that might help push up future share price” SANDERS, Wm Gerard; HAMBRICK, Donald C. *Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance*, p. 14. Disponível em: <journals.aomonline.org/InPress/pdf/done/291.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁷⁶ LAMBERT, Richard A.; LANEN, William N.; LARCKER, David F. Executive Stock Options and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 420, dez. 1989. Disponível em: <<http://faculty-gsb.stanford.edu/larcker/PDF/21%20Executive%20Stock%20Options.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

do exercício da opção pelo executivo, de todos os dividendos acumulados desde a data em que a opção foi outorgada¹⁷⁷. No entanto, a iniciativa ainda parece ser incipiente nos Estados Unidos¹⁷⁸ e, tendo em vista o disposto no artigo 205 da Lei 6.404/76¹⁷⁹, impossível de ser implementada no Brasil.

3.5 Por que se Outorgam Opções de Compra de Ações?

Como se demonstrou no item 3.3 acima, daqueles que são os benefícios tradicionalmente esperados pela outorga de opções de compra de ações, apenas a atração de profissionais otimistas e ambiciosos para as organizações empresariais pode ser atingida por este mecanismo de modo eficiente, e mesmo em relação a esse ponto, é de se convir que outros mecanismos ligados a práticas de recrutamento e política salarial poderiam desempenhar papel semelhante.

Por outro lado, diversos problemas são gerados pelo uso desta modalidade de remuneração. A estrutura dos planos de opção de compra é insatisfatória na perspectiva de valorização dos ganhos do acionista, eis que não filtra resultados advindos de tendências de mercado, vale-se de fórmulas padronizadas para determinação do preço de exercício, geralmente não impõe restrições à venda das ações recebidas em decorrência da opção de compra e, por fim, por vezes permite que se ajustem as opções *ex post*, destruindo o poder dos incentivos desde a sua concessão.

Além disso, os administradores detentores de tais opções possuem incentivos distorcidos, que podem levar à manipulação de resultados da companhia, retenção de dividendos e assunção exagerada de riscos – práticas que resultam em prejuízos aos acionistas da companhia e ao mercado.

¹⁷⁷ MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. p. 17, abr. 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

¹⁷⁸ Quando da pesquisa de Murphy conforme documentada no artigo mencionado na nota de rodapé precedente, apenas 7 companhias em um universo de 618, ofereciam essa espécie de “proteção de dividendos”.

¹⁷⁹ “A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.”

Não obstante, o uso das opções de compra de ações como parte do pacote de remuneração é uma realidade amplamente difundida no panorama corporativo mundial. É cabível, portanto, a questão: existe um motivo racional para tanto?

Para responder tal pergunta, é importante recorrer de início à explicação de Sztajn, no sentido de que a racionalidade dos agentes econômicos leva à procura da maximização de utilidades e da eficiência alocativa de recursos¹⁸⁰. Na perspectiva de que os membros do conselho de administração e o acionista controlador de uma companhia (conforme aplicável) estão sujeitos a deveres fiduciários no âmbito da Lei 6.404/76 – e sem considerar quaisquer desvios de conduta - o agir racional destes significaria a priorização do melhor interesse da companhia.

Assim, ao menos no plano teórico, a adoção de um plano de opção de compra de ações, resultaria do agir racional e desinteressado dos acionistas e conselheiros de administração e, portanto, haveria de ser benéfica à companhia e a seus acionistas.

Contudo, demonstrou-se que, em muitas situações, os malefícios oriundos da concessão destes incentivos superam os seus benefícios. Neste contexto, como é possível sustentar que a outorga de opções de compra de ações aos administradores de uma companhia é uma iniciativa plenamente racional daqueles responsáveis pela sua concepção, aprovação e supervisão?

Esta observação está em linha com as pesquisas empreendidas a partir dos anos 70 no campo da economia comportamental (*behaviorial economics*). Trata-se de uma linha de análise que parte de postulados da economia relativos à escolha individual, porém leva em consideração os limitadores decorrentes da própria condição humana, como a impossibilidade ou indisponibilidade de toda a informação necessária para tomada de uma decisão, falta do tempo necessário para tanto, ou existência de vieses e preferências que influenciam na análise do problema.

¹⁸⁰ SZTAJN, Rachel. Law and Economics. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.133, p.137, jan.-mar. 2005.

Desta maneira, uma vez que a capacidade humana para resolver determinados problemas não atende ao postulado da racionalidade plena, antecipada pelos economistas clássicos, tem-se que os seres humanos operam dentro dos limites daquilo que Herbert Simon denominou racionalidade limitada (*bounded rationality*)¹⁸¹.

Uma característica marcante de um processo de tomada de decisão neste contexto é o uso de heurísticas - artifícios mentais dos quais as pessoas se valem para decidir questões complexas, ao invés de se valer de uma análise extensa de custos e benefícios.

Se por um lado a existência destes “atalhos” evita que se dispense uma quantidade exagerada de tempo para escolhas sem maior importância, servindo, portanto, como um mecanismo eficiente de redução dos custos associados à tomada de decisão, por outro, pode levar a opções indesejáveis do ponto de vista da eficiência alocativa de recursos quando se tratam de assuntos complexos¹⁸².

Ainda que este não seja o escopo do presente estudo, cabe uma breve referência às principais heurísticas identificadas pela literatura especializada, vez que, como irá se argumentar, estas se relacionam diretamente com a tomada de decisão relativa às concessões de opção de compra de ações:

(i) *Representatividade*: na premissa de que toda escolha tem consequências, é vital que se avalie corretamente a probabilidade de determinado resultado ocorrer quando uma decisão é tomada. Contudo, a existência desta heurística demonstra que as pessoas têm uma tendência

¹⁸¹ MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; OLIVEIRA, Murilo Alvarega; ALYRIO, Rovigati Danilo; ANDRADE, Rui Otávio Bernardes de. *Heurísticas e Vieses de Decisão: a Racionalidade Limitada no Processo Decisório*. Disponível em: <http://www.each.usp.br/rvicente/0176_ArtigoIAMDecisao.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁸² *The widespread use of heuristics, at least in many cases, is no doubt a quite useful evolutionary adaptation; without such mental shortcut the task of making even relatively simple decisions would become so complex that daily life would almost certain grind to a halt. But the use of heuristics surely results in the widespread failure of decision makers to maximize their expected utility in particular decision situations.* KOROBKIN, Russel B.; ULEN, Thomas S. *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*. California Law Review, julho de 2000, p. 1076. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=229937>>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012.

de exagerar na correlação entre fatores de causa e consequência sem que tenham dados empíricos que suportem tal associação¹⁸³.

Este certamente é o caso das opções de compra de ações, no âmbito das quais simplesmente se assume que esta modalidade de remuneração traduzir-se-á em efetivo benefício à companhia - apesar de não existir comprovação empírica desta situação.

(ii) *Excesso de Confiança*: todo indivíduo crê que é mais provável que coisas boas aconteçam a ele do que coisas ruins¹⁸⁴. Assim, mesmo que se esteja ciente da probabilidade de um evento indesejável ocorrer em razão de uma decisão particular, há uma tendência humana de se relativizar esta circunstância pelo simples excesso de confiança.

Desta maneira, ainda que o Conselho de Administração de uma companhia, na qualidade de gestor de um programa de opção de compra de ações, esteja ciente da existência de potenciais resultados negativos, advindos do fato de os administradores serem titulares das opções, é possível que tal órgão ignore este fato por completo, na perspectiva (tantas vezes equivocada) de que será capaz de controlar satisfatoriamente o oportunismo dos executivos.

(iii) *Imitação*: por fim, também é de extrema relevância a tendência humana de se repetir comportamentos, especialmente aqueles que foram legitimados pela ausência de questionamentos ao longo do tempo. Neste contexto, não se parte de uma análise prévia de custos e benefícios, pois se presume que o fato de outro agente ter adotado um comportamento anteriormente é uma sinalização satisfatória de sua eficiência.

Talvez essa seja a heurística mais importante no contexto da outorga de opções de compra de ações. O fato de determinadas companhias adotarem essa prática de remuneração sem dúvida levou outras tantas organizações empresariais a imitá-las, sem que fossem feitas maiores considerações casuísticas acerca do cabimento desta iniciativa.

¹⁸³ TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. *Judgments under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Science, New Series, v. 185, p. 1124, set. 1974. Disponível em: <http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁸⁴ KOROBKIN, Russel B.; ULEN, Thomas S. *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*. California Law Review, p. 1091, jul. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=229937>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Uma evidência de tal situação é o uso de padrões na redação dos planos de opção de compra de ações, sem que se individualizem as fórmulas ou termos aplicáveis à concessão deste incentivo. Este é certamente o caso dos objetivos apresentados pelas companhias brasileiras na justificação da adoção destes incentivos, em cumprimento ao disposto no item 13.4 do Formulário de Referência.

Como já se mencionou, para fins dessa dissertação foi realizada uma análise das justificativas apresentadas por 45 companhias integrantes do IBOVESPA em relação aos planos de opções de compra de ações. Como resultado de tal pesquisa, constatou-se que muitas das explicações repetem-se *ipsis litteris*.

Por exemplo: tanto a ALL América Latina Logística S.A. quanto a Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV sustentam que o objetivo do seu programa de incentivo baseado em ações é:

...estabelecer um sistema de remuneração da administração que auxilie no desenvolvimento de uma cultura de alta performance, mantendo no longo prazo pessoas importantes para o crescimento da companhia, garantindo a contratação e a retenção das melhores pessoas e assegurando o alinhamento dos interesses dos administradores com os dos acionistas.

Ora, como é possível que duas companhias diferentes tenham descrito o mesmo objetivo – palavra por palavra – para justificar a instauração de um plano de opções de compra de ações?¹⁸⁵

Destaque-se, ainda, o caso da Companhia de Concessões Rodoviárias, que inclui, dentre os objetivos do seu plano de outorga de opções de compra de ações, a “*criação de*

¹⁸⁵ É menos gritante, porém também digno de nota, o fato de 9 (nove) companhias do universo de 45 (quarenta e cinco) pesquisadas (conforme transcrito no Anexo C), inserirem uma passagem idêntica na descrição dos objetivos almejados pelos planos de opção de compra de ações. Tais emissoras declararam que estes programas buscam “*estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da companhia*”. É bastante razoável, portanto, supor que todas elas basearam-se em um mesmo padrão de redação para preencher esta seção do Formulário de Referência.

oportunidades de investimento aos executivos da Companhia”. Neste caso, trata-se de uma infelicidade na redação do Formulário de Referência ou puro desconhecimento do mecanismo de funcionamento deste incentivo, o qual é adotado em um movimento de repetição da prática de mercado.

Portanto, quando se questiona acerca da motivação para a outorga das opções de compra de ações pelas companhias, há de se admitir que o uso desta prática de remuneração liga-se à racionalidade limitada daqueles competentes para tomar essa decisão, no qual a existência de heurísticas assume um papel fundamental. Não se tem notícias de um debate profundo acerca do tema no panorama empresarial brasileiro – um dado alarmante acerca da falta de maturidade da governança corporativa nacional.

Afinal, é de se convir que a outorga de opção de compra de ações não é uma decisão óbvia e sem maiores consequências. Ao contrário: os benefícios experimentados pela companhia em razão desta prática de remuneração são pouco concretos, podendo dar origem, ainda, a incentivos distorcidos aos executivos. A adoção desse incentivo deveria ser, pois, devidamente refletida e discutida. Infelizmente, não é o que se verifica na prática nacional.

Ciente do potencial destrutivo da opção de compra de ações, a lei societária brasileira estabelece alguns mecanismos de controle à outorga de opções de compra de ações. No próximo capítulo, serão analisadas as principais estratégias legais existentes para que se evite o prejuízo à companhia pela outorga de opções de compra de ações, as suas principais deficiências e o que pode ser feito para aperfeiçoar estes mecanismos de controle.

4 ESTRATÉGIAS LEGAIS RELACIONADAS ÀS OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES

4.1 A Importância das Estratégias Legais

Como já explicado, a existência de problemas de agência diz respeito à possibilidade de exploração de um grupo por outro. No caso de uma companhia, essa divergência de objetivos pode envolver diferentes personagens: acionista minoritário e o acionista controlador, o credor e a companhia, o trabalhador e a companhia e, no conflito que é fundamental ao presente estudo, os administradores e os acionistas da companhia.

A nota comum a todas estas situações é o afastamento do modelo de cooperação entre os vários centros de interesses. Trata-se de situação indesejada, na medida em que diminui a eficiência na alocação de recursos econômicos. Como resposta, tem-se, por meio da lei, a definição de direitos e responsabilidades, garantias e sanções, em recepção a inovações sociais que contribuem para redução de incertezas e estimulam a cooperação¹⁸⁶.

Isso não quer dizer que, na ausência de uma disciplina legal, tais mecanismos inexistiriam. Ao contrário: antecipa-se que, por meio de negociações privadas, os diversos sujeitos envolvidos na dinâmica dos conflitos de uma sociedade por ações chegariam a resultados equivalentes – ou até superiores, eis que as soluções seriam especificamente talhadas para cada um dos casos concretos. No entanto, o custo de tal barganha seria extremamente elevado e, como resultado, supõe-se que diversas transações simplesmente não aconteceriam em razão de tais gastos¹⁸⁷.

¹⁸⁶ SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 53.

¹⁸⁷ A isso há de se somar a impossibilidade – seja por limites cognitivos ou por questão de custos - das pessoas envolvidas em tais negociações anteciparem todos os problemas que podem afetar-lhes no futuro e criar regras específicas a tais questões. Trata-se de uma perspectiva largamente explorada em trabalhos acerca da incompletude contratual.

Nesse sentido, o direito societário serve à sociedade e ao bom funcionamento do mercado ao fornecer, gratuitamente¹⁸⁸, um corpo de normas equivalentes àquelas que seriam adotadas em negociações privadas deste tipo – como, por exemplo, o estabelecimento de limites ao poder dos administradores de uma companhia perante os seus acionistas¹⁸⁹.

Às regras desta natureza dá-se a denominação de estratégia legal - um método genérico e pré-concebido para mitigar a vulnerabilidade dos principais ao oportunismo de seus agentes¹⁹⁰. Com isso em vista, é lícito perguntar-se se o ordenamento jurídico nacional vale-se de normas desta natureza para tratar dos problemas associados à outorga de opções de compra de ações e, em caso positivo, quais são suas características.

De modo geral, as estratégias legais são instrumentalizadas por meio de regras ou princípios. A distinção, conforme proposta por Kaplow, funda-se na especificidade daquilo que é prescrito: enquanto uma regra determina, de antemão, a conduta a ser adotada, o princípio vale-se de conceitos gerais para que se estabeleça posteriormente qual o comportamento desejado¹⁹¹.

O legislador brasileiro optou por um tratamento dual aos conflitos oriundos das opções de compra de ações, por meio da formalização de estratégias legais (i) aplicáveis anteriormente à outorga destes incentivos pela companhia (estratégias *ex ante*) e (ii) aplicáveis durante, ou após tal concessão (estratégias *ex post*).

¹⁸⁸ A adoção dessa expressão deve ser entendida de forma relativa: as normas positivadas são gratuitas no sentido de que não há desembolso direto dos particulares para usá-las. Isso não significa, porém, que elas surjam a custo zero para a sociedade, afinal o processo legislativo em si, bem como os julgados judiciais e administrativos que servem para cristalizar entendimentos acerca da interpretação da lei, apoiam-se em estruturas estatais financiadas pela sociedade como um todo.

¹⁸⁹ “Corporate law – in particular the fiduciary principle enforced by courts – fills in the blanks and oversights with the terms that people would have bargained for had they anticipated the problems and been able to transact costlessly in advance” EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991, p. 34.

¹⁹⁰ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, p. 23.

¹⁹¹ KAPLOW, Louis. Rules Versus Standards: An Economic Analysis. *Duke Law Journal*, p. 560. Disponível em: <www.jstor.org/stable/1372840>. Acesso em: 12 dez. 2012.

No primeiro grupo, tem-se a regra prevista na Lei 6.404/76: a assembleia geral de uma companhia deve aprovar o plano de outorga de opção de compra de ações. Trata-se de estabelecer um crivo inicial quanto à conveniência e adequação desta iniciativa para a companhia em questão.

Por outro lado, também são relevantes as normas de aplicação posterior à adoção de tais planos, as quais se valem dos princípios relativos à conduta dos administradores, em especial os deveres fiduciários do Conselho de Administração e de outros órgãos que sejam criados para tal fim.

Podem ainda ser encaradas como estratégias legais *ex post* as normas relativas à divulgação de informações a respeito das opções de compra de ações. A existência de tais obrigações parte da premissa de que, ciente dos detalhes da estrutura de compensação existente em uma companhia, o mercado investidor poderá tomar medidas que inibam a concessão de incentivos indesejados aos administradores.

Estas estratégias legais, conquanto concebidas para tratar dos problemas oriundos da outorga de opções de compra de ações, não evitam por completo a extração de renda dos acionistas pelo administrador; contudo, o fato é que tais mecanismos de controle produzem algumas barreiras à conduta indesejada dos executivos¹⁹². Justifica-se, portanto, o estudo detalhado de cada uma destas estratégias e os problemas que surgem na sua aplicação.

4.2 Estratégia *ex ante*: A Aprovação Prévia pelos Acionistas

4.2.1 O Papel da Assembleia Geral

¹⁹² Nesse sentido, Bebchuk, Fried e Walker consideram que “*Although the need for board approval and the presence of market forces cannot be expected to produce compensation arrangements consistent with optimal contracting, they can and commonly do provide some constraints*” BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, p. 2. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Conforme já mencionado neste estudo, o parágrafo terceiro do artigo 168 da Lei 6.404/76 exige que os planos de outorga de opções de compra de ações sejam previamente aprovados pelos acionistas da companhia, reunidos em assembleia geral.

Na visão de Eizirik, ao estabelecer tal previsão, o legislador buscou resguardar três aspectos fundamentais: (i) a excepcionalidade da regra que afasta o direito de preferência na emissão de ações, a qual, por significar diluição aos acionistas, depende da concordância destes; (ii) a disposição do patrimônio social na outorga de tais incentivos, de modo a evitar que esta iniciativa seja uma simples liberalidade da administração; e (iii) o fato de a fixação da remuneração dos administradores ser uma matéria de competência dos sócios, conforme previsto no artigo 152 da Lei 6.404/76¹⁹³.

Ao que parece, apesar desta estratégia legal fazer sentido no contexto do sistema societário no qual se insere, não se trata de uma ferramenta suficientemente apta a evitar que se cometam abusos relacionados à outorga das opções de compra de ações, pelas razões abaixo.

4.2.2 Limites à Atuação da Assembleia Geral

De início, é importante mencionar que a efetividade da exigência de deliberação prévia em assembleia geral a respeito dos planos de opção de compra de ações liga-se intrinsecamente ao perfil da estrutura acionária de cada companhia.

No âmbito de uma sociedade com controle definido, é de se supor que uma iniciativa como a outorga de opções de compra de ações surja de uma decisão do próprio acionista controlador ou pelo menos sob o seu consentimento. Deste modo, a aprovação em assembleia caracteriza-se como mera ratificação da vontade daquele que comanda a sociedade e elegeu a administração. Cabe ao minoritário, no máximo, consignar sua discordância quanto àquela matéria.

¹⁹³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 481.

Por outro lado, no contexto de uma companhia aberta com maior dispersão acionária, o exame preliminar do plano de opção de compra de ações assume maior relevância. Afinal, os problemas de agência são especialmente agudos em organizações desta espécie, o que dá margem a duas principais consequências, que guardam relação entre si: (i) os incentivos voltados a moldar a conduta dos executivos tornam-se mais importantes; e (ii) a possibilidade de extração de renda por estes é mais latente.

Afinal, é exatamente em companhias sem controlador definido que surgem os problemas relacionados à coordenação coletiva dos interesses de acionistas. Quando o direito de voto está diluído entre um universo de sujeitos, nenhum deles espera ter um impacto direto na definição da matéria, inexistindo, portanto, incentivo para que os acionistas empreguem recursos no estudo do tema proposto¹⁹⁴.

A aprovação de planos de outorga de opção de compra de ações é um exemplo típico de uma matéria acerca da qual os acionistas precisam ter informações adequadas para o exercício eficiente do direito de voto¹⁹⁵. Há de se convir que, para manifestar sua concordância com tal iniciativa, é preciso conhecer os meandros do plano em questão, quem será contemplado pelo incentivo, e de que forma isto será feito.

Ora, obter e processar as informações necessárias para avaliar a matéria em pauta em uma assembleia geral é um procedimento extremamente custoso e, por conta disso, presume-se que os investidores confiarão nas recomendações da administração da companhia, a qual,

¹⁹⁴ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, p. 66, 1991.

¹⁹⁵ Nesse sentido, Hopt afirma que uma estratégia de consentimento, destinada a aplacar as problemáticas oriundas da relação e agência, “só fará sentido se os representantes obtiverem todas as informações pertinentes, mediante a revelação de todos os fatos relevantes para tal”. HOPT, Klaus (tradução de Erasmo Valladão A., N. França e Mauro Moisés Kertzer). Deveres legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e de Profissionais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.144, p. 117, out.-dez. 2006.

por sua vez, vale-se de mecanismos de pedidos de procuração para aprovar resoluções que favoreçam os seus interesses¹⁹⁶.

Nesse cenário, é bastante razoável supor que os executivos teriam incentivos para obter *proxies* junto à base acionária e usá-las para aprovar planos de opção de compra de ações que lhes permitisse extrair renda da companhia em questão e, por consequência, de seus acionistas.

Tendo em vista o potencial conflituoso desta situação, tem-se que, no âmbito brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários editou no final de dezembro de 2009 a Instrução 481, a qual estabeleceu regras relativas (i) à disponibilização de informações anteriormente às assembleias e (ii) aos pedidos públicos de procuração formulados pelos acionistas ou pela administração da companhia.

Em função do disposto no artigo 13 de tal instrução, sempre que a assembleia é convocada para deliberar acerca de um plano de remuneração baseado em ações, as seguintes informações devem ser fornecidas aos acionistas: (i) cópia do plano em questão, (ii) informações acerca das suas principais características (como, por exemplo, os beneficiários, o número de opções que serão concedidas, os critérios de fixação do preço de exercício), (iii) a justificativa para adoção deste incentivo, e (iv) estimativa das despesas da companhia em relação à outorga das opções de compra de ações.

Ademais, em virtude do disposto na Instrução 481 da Comissão de Valores Mobiliários, eventuais pedidos públicos de procuração promovidos pela administração da companhia no contexto de uma assembleia que irá deliberar acerca de um plano de opção de compra de ações devem (i) ser informados com antecedência (possibilitando, ao menos na teoria, que os acionistas contrários à proposta da administração se organizem para contestá-la) e (ii) vir acompanhados (a) das informações indicadas no parágrafo anterior, bem como de (b) especificação de um procurador para votar a favor, um para se abster e outro para votar contra cada uma das propostas objeto do pedido.

¹⁹⁶ CARVALHOSA, Modesto. Proxy Fights: A experiência norte-americana e as regras da Instrução CVM 481/2009. In: BROTEL, Sergio. *Direito Societário: Análise Crítica*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 10.

Não obstante as elogiáveis iniciativas da Comissão de Valores Mobiliários no sentido de fornecer elementos para dar concretude à atuação dos acionistas na assembleia que delibera acerca do plano de opção de compra de ações, o fato é que mesmo em posse de tais informações os acionistas não terão dados suficientes para avaliar corretamente a concessão de incentivos aos administradores da companhia. Para tanto, há de se empreender um estudo mais profundo, considerando elementos relativos ao perfil de cada executivo e dos objetivos da companhia, o qual não se coaduna com a dinâmica aplicável a um conclave de acionistas.

Uma dificuldade adicional liga-se à limitação do alcance de regras em face de condutas complexas. Em situações em que se regula um comportamento heterogêneo é impossível estabelecer antecipadamente todas as hipóteses que devem ser abrangidas pela regra em questão, tornando-a inútil¹⁹⁷. Como já se viu, as problemáticas relativas à titularidade das opções pelos administradores estão sujeitas a considerações estratégicas e assumem as mais diversas formas a depender do contexto de cada caso. Não é possível conceber uma regra que englobe adequadamente todas as situações indesejadas ligadas a este assunto.

Deste modo, tem-se que a principal norma relativa aos planos de opção de compra de ações é pouco eficaz tanto em relação às companhias com controle definido, quanto àquelas com maior dispersão acionária. Como se demonstrou, mesmo com as iniciativas da Comissão de Valores Mobiliários para aperfeiçoar a regra contida no artigo 168 da Lei 6.404/76, a aplicação de tal estratégia legal dificilmente resultará na diminuição dos prejuízos causados pela outorga de opções de compra de ações aos executivos.

Voltam-se as atenções, portanto, à outra estratégia legal concebida pelo sistema societário nacional para lidar com essa questão: o regime de controle posterior dos atos da administração.

¹⁹⁷ KAPLOW, Louis. Rules Versus Standards: An Economic Analysis. *Duke Law Journal*, p. 564. Disponível em: <www.jstor.org/stable/1372840>. Acesso em: 12 dez. 2012.

4.3 Estratégias *ex post*: Deveres Fiduciários e Divulgação de Informações

4.3.1 O Papel do Conselho de Administração

Ao analisar companhias nas quais o controle societário é dissociado da propriedade acionária, Fama e Jensen identificaram a existência de um sistema que separa o processo de tomada de decisão (*decision management*) da revisão desta decisão (*decision control*), a qual é empreendida por um órgão distinto. Trata-se de uma divisão de competências particularmente relevante para evitar os problemas de agência, na medida em que confia a um órgão de representação direta dos acionistas – o qual é presumivelmente independente - a função de supervisionar a atuação dos executivos¹⁹⁸.

Assim o Conselho de Administração delinea-se como um órgão de controle de qualidade da gestão dos diretores. A sua composição colegiada¹⁹⁹, aliás, favorece o monitoramento mútuo, evita a prevalência de idiosincrasias de seus membros e faz com que as mais diferentes perspectivas a respeito de um assunto sejam consideradas²⁰⁰. Tamanha é sua importância, que tal órgão é denominado como o epicentro da governança corporativa norte-americana²⁰¹.

A afirmação aplica-se perfeitamente à realidade brasileira, eis que a Lei 6.404/76 previu a existência obrigatória do Conselho de Administração em companhias abertas e de capital autorizado (conforme artigo 138, parágrafo segundo). Como suas principais funções, foi estabelecido, pelo artigo 142 da mesma lei, o poder de fixar a orientação geral dos

¹⁹⁸ *Control of agency problems in the decision process is important when the decision managers who initiate and implement important decisions are not the major residual claimants and therefore do not bear a major share of the wealth effects of their decisions. Without effective control procedures, such decision managers are more likely to take actions that deviate from the interests of residual claimants. An effective system for decision control implies, almost by definition, that the control (ratification and monitoring) of decisions is to some extent separate from the management (initiation and implementation) of decisions.* JENSEN, Michael; FAMA, Eugene. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. XXVI, p. 5, jun. 1983. Disponível em: <www.jstor.org/stable/725104>. Acesso em: 12 dez. 2012.

¹⁹⁹ De acordo com o artigo 140 da Lei 6.404/76, o Conselho de Administração é composto por no mínimo 3 (três) membros.

²⁰⁰ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate Law? in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, p. 13.

²⁰¹ MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance – Promises Kept, Promises Broken*. New Jersey: Princeton: University Press, 2008, p. 51.

negócios da companhia, eleger e destituir a diretoria, fiscalizá-la e manifestar-se acerca de suas contas, bem como de atos ou contratos, nos termos exigidos pelo estatuto.

Assim, de acordo com o modelo concebido pela lei societária, o Conselho de Administração desempenha um papel duplo, a saber: (i) auxilia a diretoria na condução dos negócios da companhia e (ii) monitora as decisões executivas, por meio da autorização prévia ou ratificação de iniciativas tomadas pelos diretores²⁰².

Especialmente no que tange ao tema deste estudo, tem-se que o Conselho de Administração, agindo no âmbito de sua função de monitoramento acima referida, é geralmente responsável por gerenciar os planos de opção de compra de ações. Em virtude disso, cabe a tal órgão decidir quanto às outorgas periódicas deste incentivo, levando em conta o desempenho de cada profissional e os benefícios revertidos à companhia.

Cabe aqui a observação adicional de que a lei societária vale-se de um sistema próprio de responsabilidades aplicável aos administradores das companhias, cuja criação inspirou-se na figura anglo-saxã do *trust*, um peculiar instituto desenvolvido nos países de tradição jurídica vinculada à *common Law*, que pressupõe a transferência da propriedade de bens a um administrador, por um determinado período de tempo e mediante certas condições, para que o patrimônio seja gerido e reverta rendimentos em favor de um determinado beneficiário, o qual pode, inclusive, ser o proprietário original²⁰³.

Como explica Hopt, o aproveitamento das regras relativas a esta figura do direito anglo-saxão na concepção dos deveres dos administradores de organizações empresariais deve-se ao fato de que no século XIX a maioria das companhias não era dotada de personalidade jurídica, de modo que aquele que detinha a propriedade dos bens em favor de

²⁰² Essa função dupla é observada em Conselhos de Administração em diversas outras jurisdições, sendo que em países como Alemanha e França verifica-se o fracionamento do Conselho de Administração em dois órgãos distintos, conforme informa HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The Basic Governance Structure in The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, p. 35.

²⁰³ WALD, Arnoldo. Algumas Considerações sobre a Utilização do Trust no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Financeiro e Econômico*, São Paulo, v. 34, n. 99, p. 109, jul.-set. 95.

terceiros era tratado, para fins jurídicos, como o administrador de um *trust* (e muitas vezes tais sujeitos efetivamente exerciam esta função). Como consequência, os deveres fiduciários de administradores das companhias foram concebidos tendo por base os deveres dos *trustees*, valendo-se, desde a sua concepção, de um rico desenvolvimento jurisprudencial²⁰⁴.

Tem-se, pois, que a atuação dos administradores de uma sociedade por ações pauta-se por uma série de padrões estabelecidos nos artigos 153 a 157 da Lei 6.404/76, dentre os quais se insere o dever de diligência, a obrigação de agir no interesse da companhia, o dever de lealdade, a vedação ao conflito de interesses e o dever de informar.

O dever de diligência assume relevância particular ao tema em estudo. Afinal, o acompanhamento eficiente dos planos de opção de compra de ações pelo Conselho de Administração pressupõe um bom funcionamento das suas duas esferas distintas: tanto a tomada de decisão quanto à supervisão da conduta dos diretores. Deste modo, a fusão de dimensões técnicas (gestão empresarial) com os atributos de representação política (monitoramento de outros órgãos) é conformada pelo amplo padrão de conduta ínsito ao dever de diligência.

A Comissão de Valores Mobiliários, a esse respeito, estabeleceu vasta jurisprudência²⁰⁵, no sentido de que o dever de diligência traduz-se pela tomada de decisão desinteressada, refletida e informada, observados os seguintes termos:

(i) a decisão desinteressada diz respeito à inexistência de benefícios ao administrador oriundos da matéria em pauta e, nessa medida, liga-se ao caráter independente e isento da sua atuação;

(ii) a decisão refletida é tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências de uma determinada escolha; e

²⁰⁴ HOPT, Klaus (tradução de Tradução de Erasmo Valladão A., N. França e Mauro Moisés Kertzer). Deveres legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e de Profissionais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.144, p. 109, out.-dez. 2006.

²⁰⁵ Processo Administrativo Sancionado CVM 21/04. bem como processos 2005/1443 e 2005/0097.

(iii) a decisão informada é aquela na qual os administradores baseiam-se nos dados razoavelmente necessários para tanto, podendo contar com relatórios, análises e memorandos de funcionários ou órgãos de assessoria.

Assim, é de se presumir que o surgimento de quaisquer desvios de conduta, como aqueles relacionados à titularidade das opções de compra de ações (conforme descritos no item 3.4 desta dissertação), seriam satisfatoriamente evitados ou punidos pela atuação diligente dos membros do Conselho de Administração.

A realidade, contudo, é bastante distinta da teoria. Conforme será exposto abaixo, uma série de fatores prejudica o controle eficiente dos planos de opção de compra de ações por este órgão.

4.3.2 Limites à Atuação dos Conselheiros de Administração

O primeiro problema relacionado à atuação dos membros do Conselho de Administração na supervisão dos planos de opção de compra de ações diz respeito à relação destes com os sujeitos cuja conduta deve ser monitorada - os diretores.

Existe vasta literatura a respeito das consequências danosas que podem surgir do relacionamento entre executivos e conselheiros. A premissa adotada é que a atuação independente do Conselho de Administração é limitada diante da influência exercida pelos diretores da companhia, em especial aqueles do mais alto escalão.

Referido fenômeno se dá pela ação de fatores relacionados à teoria da escolha pública, à psicologia social e à própria dinâmica de funcionamento de uma companhia, é de tal modo relevante que Macey chega a afirmar que, tendo em vista o potencial danoso do fenômeno de captura, não se deve confiar inteiramente em um Conselho de Administração na salvaguarda dos interesses dos acionistas²⁰⁶.

²⁰⁶ MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance – Promises Kept, Promises Broken*. New Jersey: Princeton University Press, 2008, p. 57. Registre-se aqui a posição contrária, capitaneada especialmente por Westphal, segundo o qual a existência de laços sociais e psicológicos entre o conselho de administração e a diretoria

Um bom exemplo dessa situação é relatado por Warren Buffet na carta aos acionistas da Berkshire enviada no início de 2003. O famoso investidor relata as dificuldades em tomar medidas contra o diretor presidente de uma companhia em reuniões do conselho de administração, especialmente em reuniões que são acompanhadas por consultores, assessores e outros sujeitos, os quais sejam conselheiros, ou não, apoiam o executivo²⁰⁷. Sugerir a reconsideração da remuneração de um executivo em situações como esta corresponde, no relato do famoso investidor, a uma falha grave de etiqueta, tão grave quanto arrotar em um jantar formal.

Há, pois, um grau de cortesia mútua e troca de favores que permeiam as decisões do conselho de administração a respeito da remuneração dos executivos. A reciprocidade entre conselheiros e diretores é pautada por um sentimento de grupo ínsito a membros que possuem características em comum – qual seja o fato de integrarem a administração de uma mesma companhia²⁰⁸.

Considere-se, ademais, que o Conselho de Administração é responsável pela seleção e escolha de diretores. Caso, portanto, estes apontem falhas graves e até fraudes na gestão da companhia, é de se supor que os conselheiros também serão penalizados, afinal a indicação de tais profissionais se deu por sua decisão. Deste modo, os membros do Conselho de Administração, na perspectiva de um comportamento auto-interessado, dificilmente terão interesse em expor os erros de diretores que foram por eles indicados.

umenta a colaboração e comunicação entre os dois órgãos e pode ser positiva à companhia. WESTPHAL, James D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Ties. *The Academy of Management Journal*, v. 42, n. 1, p. 10-11, fev. 1999. Disponível em: <www.jstor.org/stable/256871>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²⁰⁷ “It’s almost impossible, for example, in a boardroom populated by well-mannered people, to raise the question of whether the CEO should be replaced. It’s equally awkward to question a proposed acquisition that has been endorsed by the CEO, particularly when his inside staff and outside advisors are present and unanimously support his decision. (They wouldn’t be in the room if they didn’t.) Finally, when the compensation committee – armed, as always, with support from a high-paid consultant – reports on a megagrant of options to the CEO, it would be like belching at the dinner table for a director to suggest that the committee reconsider.” BUFFET, Warren. Carta aos acionistas da Berkshire datada de 21 de fevereiro de 2003. Disponível em: <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²⁰⁸ BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, p. 17, Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Ressalte-se, desde logo, que a aplicação correta da lei e a elevação dos padrões de governança corporativa têm como objetivo afastar tal captura por completo, eis que a noção basilar do funcionamento de uma companhia relaciona-se com a representação dos interesses dos acionistas pelos membros do conselho, inclusive na barganha salarial junto aos diretores.

Não obstante, o fato é que estes limitadores de imparcialidade existem e desempenham um papel importante em situações práticas enfrentadas pelas companhias, sobretudo aquelas relacionadas à fixação da remuneração dos executivos. Não se pode, pois, tomar a imparcialidade dos membros do conselho de administração como um dogma societário.

Outro aspecto problemático quanto à atuação do Conselho de Administração na supervisão de planos de opção de compra de ações relaciona-se à ausência de informações para que estes desempenhem essa função de modo eficiente.

Considerando que os conselheiros de administração valem-se de dados e análises produzidos internamente na própria companhia, há de se reconhecer que os executivos podem usar seu poder de influência para distorcer as informações recebidas pelo conselho de administração ou ainda selecioná-las conforme seu interesse. Além disso, diante da complexidade do assunto e da limitação temporal e física inerente à atuação deste órgão da administração, é possível que a supervisão exercida em relação a este assunto não seja adequada.

Cientes destas limitações, alguns Conselhos de Administração buscam a assessoria de profissionais independentes para avaliação dos pacotes salariais e políticas de incentivos aplicáveis aos executivos. O uso de consultores de remuneração especializados e sem vinculação particular com a organização empresarial, ainda que salutar, não resolve o problema por completo²⁰⁹.

²⁰⁹ Afinal, os consultores de remuneração são contratados pela diretoria e, portanto, de certa forma também estão sujeitos à sua influência. “*Because managers choose which compensation consultants to hire, the consultants have a clear incentive to make recommendations favorable to managers. To be sure, the consultant is somewhat*

Um problema mais agudo, contudo, diz respeito ao fato de que diversas companhias usam opções de compra de ações para criar incentivos aos próprios conselheiros de administração²¹⁰.

Afinal, a estrutura colegiada deste órgão e sua função precípua de aconselhamento e supervisão não se coadunam com a lógica da outorga das opções de compra de ações. O conselheiro presta-se, sobretudo, a representar os interesses dos acionistas no âmago da administração corporativa e não a buscar inovações operacionais ou vantagens competitivas à organização empresarial. Não parece justificar-se, pois, a concessão de incentivos desta natureza a tais membros da administração.

A mais danosa consequência desse arranjo, porém, é o fato de que, mesmo que os conselheiros de administração detectem desvios relacionados aos programas de opções de compra de ações – como, por exemplo, a ausência de filtros às variações de mercado - estes terão pouco ou nenhum incentivo para corrigir as distorções existentes, na medida em que eles próprios beneficiam-se destes incentivos perversos, por meio da extração de renda da companhia e seus acionistas.

4.3.3 O Advento dos Comitês de Remuneração

Observou-se, nos últimos anos, o surgimento de comitês de remuneração no âmbito das práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias brasileiras. Trata-se de grupos especializados na definição e supervisão da política de compensação e incentivos da organização empresarial, comumente formados por membros do conselho de administração, da diretoria, empregados e consultores independentes.

constrained by reputational considerations – she cannot propose a pay package that is obviously excessive. But within a range of flexibility and discretion, the consultant has an incentive to provide information in a way that is most beneficial to managers". BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, p. 21. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²¹⁰ Conforme o Anexo A à dissertação, 11 das 45 companhias que compõem o IBOVESPA remuneraram seus conselheiros de administração mediante a concessão de opções de compra de ações.

No âmbito brasileiro, a Resolução n. 3921, emitida pelo Banco Central em 25 de novembro de 2010, estabeleceu que o referido comitê é obrigatório para as instituições financeiras. A norma, criada no contexto das discussões a respeito da crise do *subprime*, demonstra como as estruturas de incentivos ligados à remuneração influenciaram na deterioração do sistema financeiro mundial, refletindo-se na preocupação do regulador em evitar novas situações desta natureza.

Nos termos de tal resolução, o comitê de remuneração deve reportar-se diretamente ao conselho de administração, bem como contar com ao menos um integrante que não seja administrador da companhia. A rotatividade dos membros do comitê é garantida por meio da vedação à permanência da mesma pessoa por prazo superior a dez anos.

Dentre as competências do comitê de remuneração, destacam-se a (i) elaboração, supervisão e implementação da política de remuneração da instituição financeira, (ii) revisão anual de referida política, (iii) avaliação de cenários futuros, internos e externos, que impactem na política de remuneração em questão, (iv) análise da política de remuneração à luz das práticas de mercado e companhias congêneres e, por fim, (v) avaliação da política de remuneração em vista da gestão de riscos da companhia, as suas metas e situação financeira.

A esse respeito, há de se observar, no entanto, que se trata de iniciativa atualmente restrita às instituições financeiras e, portanto, poucas companhias de outros setores da economia contam com um órgão desta natureza na sua estrutura administrativa.

4.3.4 A Divulgação de Informações e o Controle pelo Mercado

A doutrina geralmente refere-se à existência de outra estratégia legal *ex post* tão (senão mais) importante quanto à atuação do Conselho de Administração na supervisão dos planos de remuneração: a divulgação de informações pelas companhias ao mercado em geral.

Parte-se, aqui, da premissa sob a qual se apoia o princípio do *full disclosure* no mercado de capitais: a disseminação da informação, segundo padrões de qualidade e frequência estabelecidas na legislação, garante que o investidor tome a melhor decisão acerca do seu investimento e que as fraudes sejam evitadas²¹¹.

Na posse dos dados necessários para tanto, antecipa-se que os analistas de investimento e demais profissionais que atuam junto ao mercado de capitais avaliarão as políticas de incentivo de cada um dos emissores, direcionando os recursos sob sua gestão àquelas organizações que adotam práticas alinhadas com os interesses de seus acionistas.

A primeira evidência da importância da divulgação de informações como uma ferramenta de controle dos planos de opção de compra de ações consiste no fato de que, conforme o item XII do artigo 2º da Instrução 358 da Comissão de Valores Mobiliários, a aprovação de plano desta natureza é hipótese de divulgação de fato relevante. Ou seja: não basta que o conclave de acionistas decida pela concessão de incentivos dessa natureza, é necessário ainda cientificar o mercado em geral a respeito desta iniciativa.

Não é uma coincidência, portanto, que iniciativas recentes da Comissão de Valores Mobiliários sejam voltadas ao aperfeiçoamento do conteúdo das informações divulgadas no que diz respeito à remuneração dos executivos e estruturas de incentivo.

Refere-se aqui especialmente à Instrução 480 de 7 de dezembro de 2009, a qual reformulou as regras relativas ao registro das companhias emissoras de valores mobiliários, sobretudo mediante a criação do Formulário de Referência, em linha com as diretrizes do *shelf registration system*, segundo o qual todas as informações referentes a uma companhia devem

²¹¹ TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (organizador) *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 309. O autor relembra as famosas palavras do Ministro da Suprema Corte Americana sobre tal princípio: *sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman*.

constar em um único documento, arquivado junto ao órgão regulador e sujeito a atualizações regulares²¹².

Em razão do disposto no item 13 do Formulário de Referência, os emissores de valores mobiliários são obrigados a divulgar detalhes acerca de sua política de remuneração, o seu objetivo e composição (remuneração fixa, variável e benefícios, inclusive valores máximos e mínimos dentro de cada órgão da companhia²¹³).

Também é exigido, conforme os itens 13.6, 13.7, 13.8 e 13.9 do Formulário de Referência, que dados fundamentais acerca dos planos de opção de compra de ações sejam informados periodicamente, tais como: (i) data da outorga; (ii) quantidade de opções outorgadas; (iii) prazo para que estas se tornem exercíveis (conforme aplicável); (iv) prazo máximo para exercício; (v) restrição à transferência de ações; (vi) preço médio de exercício das opções, e (vii) diferença entre o preço de exercício das opções e o valor de mercado das ações.

No campo contábil, o pronunciamento n.º 10 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis estabeleceu procedimentos para reconhecimento e divulgação dos pagamentos baseados em ações realizados por uma companhia²¹⁴. Trata-se de uma série de orientações destinadas a mensurar o valor justo das opções de compra de ações, de modo a refleti-las corretamente nas demonstrações contábeis.

²¹² Conforme Edital de Audiência Pública n. 07/08, no âmbito do qual se discutiram diversos pontos da minuta que deu origem à Instrução 480. Relatório de audiência pública. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/AUDI/ed0708sdm.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²¹³ A controvérsia acerca da legalidade desta exigência desbancou em uma disputa judicial entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (IBEF-RJ). Como relata Müller, o órgão regulador, dentre outras alegações, aponta que se trata de regra internacionalmente aceita de boa governança e tem relação com o desenvolvimento do nosso mercado de valores mobiliários; já o IBEF-RJ afirma a necessidade de se levar em conta uma questão cultural brasileira que não justificaria a divulgação de quanto se ganha. MÜLLER, Viviane Prado. *Divulgação da Remuneração dos Administradores: o Judiciário como Mediador de Valores Locais e Internacionais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 12 de dezembro de 2012. Sem considerar os argumentos de cada lado, não há dúvida de que o principal prejudicado por esta situação é o próprio mercado de capitais, como menciona SZTAJN, Rachel; GOLDSTAJN, Roberto. Mercado de Valores Mobiliários e Governança. *Jornal Valor Econômico*, 28 maio 2010.

²¹⁴ É importante ressaltar que as regras deste pronunciamento tornaram-se obrigatórias às emissoras de valores mobiliários por meio da Deliberação CVM n.º650 de 16 de dezembro de 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC10_R1.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Diante da existência de regras sofisticadas a respeito da divulgação de informações relacionadas às opções de compra de ações, seria razoável supor que os investidores, dotados de um arsenal de dados a este respeito, descontarão da precificação da companhia as eventuais deficiências detectadas no funcionamento do seu sistema de incentivos, privilegiando aquelas companhias que alinham os interesses da administração e dos acionistas de modo mais efetivo²¹⁵.

Um alto grau de monitoramento pelo mercado, ademais, diminui a probabilidade de um administrador incorrer em uma conduta indesejada. Afinal, conforme sustentam Bebchuk, Fried e Walker, a quantidade de renda que pode ser extraída por um executivo liga-se ao nível de exposição negativa gerada por tal comportamento. Caso o agir oportunista de um diretor possa afetar sua imagem de maneira adversa, este terá incentivos para evitar a prática de atos lesivos aos interesses daqueles que ele deveria representar²¹⁶.

Contudo, recordando as conclusões a respeito do papel da racionalidade limitada no tema em estudo (conforme item 3.5), tem-se que este tipo de incentivo é geralmente encarado pela prática de mercado como positivo e adotado em um movimento de repetição, sem que se façam maiores considerações a seu respeito. Há uma aura de perseguição dos melhores interesses corporativos inerente aos planos de opção de compra de ações, e em razão disso é difícil que investidores se oponham a sua adoção ou busquem responsabilizar os executivos por abusos cometidos por meio deste instrumento.

É sintomático o fato de que os casos envolvendo opções de compra de ações, submetidos ao colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, refiram-se, em sua esmagadora maioria, a pedidos de negociação de valores mobiliários de emissão da própria companhia no

²¹⁵ “A great deal of data, including evidence that most professional investors are unable to bat the market, supports the position that prices quickly and accurately reflect public information about firms [...] The price reflects the effects, good or bad, of corporate law and contracts, just as it reflects the effects of good and bad product.” EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, p. 15, 1991.

²¹⁶ BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, p. 38. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

âmbito de programas de doação de ações restritas. Não há precedentes de acionistas questionando a legitimidade de determinado plano ou alertando acerca da existência de problemas em sua execução.

A inexistência de reclamações na Comissão de Valores Mobiliários ou notícias na mídia especializada a este respeito corroboram a tese de que este não é um assunto que integra a agenda dos esforços da governança corporativa nacional. Outros tópicos, como a independência dos membros do conselho de administração, a contratação de operações entre partes relacionadas, os procedimentos adotados em reestruturações societárias e fechamento de capital, possuem maior relevância na ótica dos investidores e ativistas societários.

As consequências de um plano de opção de compra de ações, contudo, podem ser muito mais destrutivas à companhia e seus acionistas.

CONCLUSÃO

Certa feita, quando perguntado a respeito do segredo do seu sucesso, Henry Kravis, o fundador do fundo de *private equity* KKR - Kohlberg Kravis Roberts & Co, afirmou que seu trabalho não se resume a adquirir companhias. Segundo o empresário, é necessário escolher a companhia correta, escolher os administradores corretos e, mais importante de tudo, dar a eles os incentivos corretos para desempenhar adequadamente a sua função²¹⁷.

Da declaração do famoso investidor extrai-se uma lição constantemente ignorada pelas companhias brasileiras: a concessão de incentivos não pode ser tomada como um fim em si mesmo. Não é coincidência que Kravis mencione os incentivos *corretos*. Isso significa dizer que uma iniciativa dessa natureza deve ser sobrepesada com os seus custos, avaliada caso a caso e constantemente supervisionada.

É sempre de extrema relevância lembrar, que, conforme Eisenhardt, a concessão de incentivos é inútil caso exista um sistema eficiente de fluxo de informações entre acionistas, conselheiros e diretores, em razão do qual seja possível controlar a atuação dos executivos de forma satisfatória e remunerá-los na exata medida de sua contribuição à companhia²¹⁸.

Contudo, quando se está diante de companhias com uma organização hierárquica e leque de atividades mais complexas, bem como aquelas com perfil acionário de maior dispersão, os problemas de agência se tornam mais agudos e um sistema de monitoramento eficiente é proibitivamente custoso.

²¹⁷ No vernáculo “*It’s not just buying the company. Sure, we picked the right companies, and we picked the right management and, most importantly, we’ve given them the right incentive to perform.*” KRAVIS, Henry. Disponível em: <http://www.brainyquote.com/quotes/authors/h/henry_kravis.html>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²¹⁸ EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 64-65, jan. 1989. Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 12 dez. 2012.

Assim, ganha relevância a outorga de opções de compra de ações como uma alternativa natural, senão óbvia, ao alinhamento de interesses entre acionistas e administradores²¹⁹ em situações em que o monitoramento direto é impossível. Contudo, o que se demonstrou ao longo deste trabalho é que os planos nos quais se baseiam incentivos dessa natureza podem levar à destruição de valor da companhia, ou seja, o exato oposto daquilo que é propagado como seu objetivo.

Enquanto os benefícios esperados das opções de compra de ações (como atração e retenção de funcionários e melhoria do desempenho destes) são nebulosos e substituíveis por outras estruturas de incentivo. A experiência internacional demonstra que planos mal desenhados, manipulação de dados contábeis, preferência por projetos com excessiva variância de risco e retenção de dividendos são resultados comuns, quando se concedem opções de compra de ações.

A proposta desta dissertação, portanto, corresponde a reconhecer que outorga de opções de compra de ações não está imune a falhas, e que, adicionalmente, as estratégias legais disponíveis para disciplinar o seu funcionamento não são suficientes para impedir o surgimento das distorções por elas causadas. É preciso desmistificar as opções de compra de ações, vista por muitos como um *deus ex machina* da governança corporativa.

Reconhecida essa realidade, é necessário agir para modificá-la. Como ensina Sztajn, sem tutelar a confiança entre agentes e sem estimular a boa-fé, o que se faz mediante a imputação de responsabilidade a quem atue de forma desviante do padrão ético escolhido pela comunidade, perde-se eficiência e bem-estar.

Não se advoga nessa dissertação pela completa extinção das opções de compra, pois, ainda que se questione sua eficácia, os mecanismos de remuneração ligados ao desempenho são tradicionalmente identificados como a maneira mais ortodoxa de monitorar a atuação de

²¹⁹ JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Erin G. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, p. 57, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em: 12 dez..2012.

administradores e alinhar seus interesses com os dos acionistas. Os objetivos são louváveis. Contudo, muito pode ser feito para aperfeiçoar o método por meio do qual, estes, são perseguidos.

É preciso que os órgãos responsáveis pela supervisão dos planos de opção de compra de ações orientem tais programas de incentivo para privilegiar construção de valor a médio e longo prazo ao invés de resultados inflacionados em períodos curtos. Além disso, é necessário o acompanhamento cuidadoso dos efeitos oriundos da concessão de tais incentivos por pessoas capacitadas e especialmente dedicadas a essa função, organizadas de maneira análoga àquela dos comitês de remuneração concebidos pelo Banco Central do Brasil.

É possível antecipar que uma reforma legislativa nesse sentido provavelmente seria bloqueada pela atuação organizada daqueles que se favorecem da ausência de limites à concessão de opções de compra de ações, isto é, os administradores das companhias, em um efeito similar àquele descrito como o problema de Olson, em homenagem ao economista que o delineou pioneiramente²²⁰.

Em resposta a esta situação, ganha importância o desenvolvimento de um dualismo regulatório, por meio do qual se permite que os grupos atualmente detentores do poder continuem a ser governados pelas estruturas estabelecidas ao longo do tempo, enquanto criam-se sistemas paralelos com regras mais sofisticadas e adesão essencialmente voluntária²²¹. Esta espécie de *soft law* societária tem como exemplo de sucesso os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, destinados a promover um maior padrão de governança

²²⁰ “the development of effective shareholder protection to support capital market development commonly threatens already-established firms and their controlling owners. [...] We will call this resistance of the established economic and political elite to growth-promoting reforms the Olson problem, after the economist who has described it most eloquently and insightfully. GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States and the European Union. *Stanford Law Review*, 475, p. 477-478. Disponível em: <<http://www.stanfordlawreview.org/sites/default/files/articles/Gilson-Hansmann-Pargendler-63-Stan-L-Rev-475.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

²²¹ É a premissa, aliás, do artigo mencionado na nota de rodapé imediatamente anterior a esta, o qual analisa a lógica deste modelo regulatório dual.

corporativa. Adotados em dezembro de 2000, estes contam com expressiva adesão das companhias brasileiras desde então.

Parece razoável, portanto, propor que os regulamentos de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA sejam alterados para contemplar a existência de um comitê de remuneração específico, o qual seria responsável por definir políticas específicas de incentivos e supervisionar a sua adoção, incluindo, assim, um acompanhamento detalhado da outorga de opções de compra de ações.

Tal órgão haveria de ser formado por igual proporção de integrantes do Conselho de Administração da companhia e membros independentes e especializados, como, por exemplo, consultores de remuneração executiva, os quais presumivelmente terão a experiência necessária para orientar a atuação do comitê.

Ademais, o comitê de remuneração haveria de prestar contas anualmente à assembleia geral ordinária, especialmente para que estes possam votar de maneira adequada quando da definição prevista no artigo 152 da Lei 6.404/76, bem como à assembleia que aprovar a adoção de planos de opção de compra de ações.

Dado que a presente dissertação foi iniciada com uma anedota histórica a respeito da importância da concessão de incentivos, parece adequado referir-se, para finalizá-la, a outro relato semelhante, o qual evidencia o aspecto destrutivo que esta mesma iniciativa pode ter.

O economista alemão Horst Siebert cunhou a expressão “efeito cobra”²²² a partir de um curioso caso ocorrido na Índia colonial: diante da grande quantidade de cobras venenosas em tal região, o governo inglês instituiu um prêmio para cada animal que fosse morto pelos locais e entregue às autoridades. Em resposta a tal iniciativa, os indianos passaram a criar cobras, com o objetivo de matá-las e recolher as premiações. A população ofídica aumentou

²²² Horst Siebert é autor do livro “*Der Kobra Effekt – Wie Man Irrwege der Wirtschaftspolitik vermeidet*”. A referência histórica ao problema das cobras na Índia foi retirada de uma resenha desse livro. Disponível em: <http://www.ephorie.de/der_kobra-effekt.htm>. Acesso em: 12 dez. 2012.

vertiginosamente. Ironicamente, aquilo que foi concebido como uma solução para um problema apenas acabou por agravá-lo ainda mais.

A comparação é irresistível: a experiência e a literatura internacional demonstram que, na ausência de avanços no tratamento dos planos de opção de compra de ações, as companhias brasileiras continuarão a criar cobras dentro de sua própria casa.

BIBLIOGRAFIA

(todos os endereços eletrônicos mencionados nessa bibliografia encontravam-se acessíveis até 12 de dezembro de 2012)

ABOWD, John M. Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Subsequent Corporate Performance. *Working Paper*, n. 3149, National Bureau of Economic Research. Disponível em: <de www.nber.org/papers/w3149>.

ABOWD, John M. e KAPLAN, David S. *Executive Compensation: Six Questions that Need Answering*, abril de 1999, p 15. Disponível em: <https://instruct1.cit.cornell.edu/jma7/ak-jep_revised_05-02.PDF>.

ABREU FILHO, José Carlos Franco, *et. al. Finanças Corporativas*. 2. ed. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2003.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, ago. 1970. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/1879431>>.

ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010.

BEBCHUK, Lucian; FRIED, Jesse; WALKER, David. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9068>>.

BEBCHUK, Lucian A.; SPAMANN, Holger. Regulating Bankers’ Pay. *Discussion Paper*, n. 641. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072>.

BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO Incentives and Earning Management. *Journal of Financial Economics*, v. 80, Issue 3, jun. 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001121>>.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007.

BHAGAT, Sanjai; BRICKLEY, James A.; LEASE, Ronald. Incentive Effects on Stock Purchase Plans. *Journal of Financial Economics*, 14, 1985. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/IncentiveEffectsStockPurchasePlans.pdf>>.

BLACK, Fischer; SCHOLLES, Myron. The Pricing of Options and Corporate Liabilities *The Journal of Political Economy*, maio-jun. 1973. The University of Chicago Press, Disponível em:

<http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black_scholes73.pdf>.

BUFFET, Warren. Carta aos acionistas da Berkshire datada de 21 de fevereiro de 2003. Disponível em: <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>>.

BURNS, Natasha; KEDIA, Simi. The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting. *Journal of Financial Economics*, v. 79, Issue 1, jan. 2006. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001133>>.

CARVALHOSA, Modesto. Proxy Fights: A experiência norte-americana e as regras da Instrução CVM 481/2009. In: BROTEL, Sergio. *Direito Societário: Análise Crítica*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. revista e atualizada, São Paulo: Editora Saraiva, v. 3, 2009.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

COFFEE JR.; John C. Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance. *Columbia Law Review*, v. 84, jun. 1984. Disponível em: <<https://litigation-essentials.lexisnexis.com>>.

COFFEE JR., John C. The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. *Working Paper*, n. 191, maio 2001. Disponível em: <<http://www.ucema.edu.ar/cegopp-base/download/TheAcquiescentGatekeeper.pdf>>.

COMPARATO, Fabio Konder. *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

COMPARATO, Fabio Konder. *Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

CORE, John E.; GUAY, Wayne R.; LARCKER, David F. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *FRBNY Economic Policy Review*, abr. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276425>.

CORE, John E.; GUAY, Wayne R. Stock Option Plans for Non-Executive Employees. *Journal of Financial Economics*, n. 61, 2001. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/StockOptionPlansNonExecutive.pdf>>.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DEVERS, Cynthia E.; WISEMAN, Robert M.; HOLMES Jr., Michael. *The Effects of Endowment and Loss Aversion in Managerial Stock Option Valuation*. Disponível em: <<http://www.aom.pace.edu/amj/unassigned/devers.pdf>>.

DOS SANTOS, Aline Barreiro; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. *Market Reaction to the Approval of Stock Option Plans: An Event Study of Bovespa Listed Companies*. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1502>>.

EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, set. 1984. Disponível em: <www.jstor.org/stable/1805130>.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.

EATON, Jonathan; ROSEN, Harvey S. Agency, Delayed Compensation and the Structure of Executive Remuneration, *Working Paper*, n. 777, *National Bureau of Economic Research*, set. 1982. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w777>>.

EHRENBERG, Ronald G.; MILKOVICH, George T. Compensation and Firm Performance. *Working Paper*, n. 2145, *National Bureau of Economic Research*. Disponível em: <www.nber.org/papers/w2145>.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, jan. 1989, Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>.

EIZIRIK, Nelson. *Ações Preferenciais*. Não pagamento de Dividendos. Aquisição do Direito de Voto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, abr./jun.2007.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio Século XXI: o Dicionário da Língua Portuguesa*. 3. ed. totalmente revista e ampliada, Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

FIANI, Ronaldo. *Teoria dos Jogos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FLETCHER, William Meade. *Fletcher Cyclopedic of the Law of Private Corporations*, 1995 Revised Volume, Volume 5A, Editora Clark, Boardman, Callaghan, Volume 5A

FREY, Bruno S.; OSTERLOH, Margit. Yes, Managers Should be Paid Like Bureaucrats. *CESifo Working Paper*, n. 1379, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=555697>.

GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States and the European Union. *Stanford Law Review*, 475, Disponível em: <<http://www.stanfordlawreview.org/sites/default/files/articles/Gilson-Hansmann-Pargendler-63-Stan-L-Rev-475.pdf>>.

GREENSPAN, Alan. Stock Options and Related Matters. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, jul.-set. 2002.

HALL, Brian J.; MURPHY, Kevin J. The Trouble with Stock Options. *Harvard NOM Working Paper*. n. 03-33, maio 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=415040>.

HALL, Brian; LIEBMAN, Jeffrey. Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, ago. 1998. Disponível em: <http://www.hks.harvard.edu/jeffreyliebman/hall_liebman_qje.pdf>.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004.

HANSMANN, Henry and KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate Law? in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004.

HARRISON, Jeffery L. *Laws and Economics in a Nutshell*. St. Paul: West Group, 1995.

HEALY, Paul M. The Effect of Bonus Schemes On Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410185900291>>.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications. *Accounting Horizons*, v. 13, n. 4, dez. 1999. Disponível em: <<http://web1.cenet.org.cn/upfile/94580.pdf>>.

HOLMSTRÖM, Bengt. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1. Disponível em: <<http://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1979%20Rand%20Holmstrom.pdf>>.

HOPT, Klaus (tradução de Tradução de Erasmo Valladão A., N. França e Mauro Moisés Kertzer). Deveres legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e de

Profissionais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.144, out.-dez. 2006.

JENSEN, Michael C. Agency Costs of Overvalued Equity. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*. maio 2004. Disponível em: <http://18.7.29.232/bitstream/handle/1721.1/55940/CPL_WP_05_09_Jensen.pdf?sequence=1>.

JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Harvard NOM Working Paper*, n. 01-01, out. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671>.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, october, 1976. Disponível em: <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>.

JENSEN, Michael; FAMA, Eugene. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. XXVI, jun. 1983. Disponível em: <www.jstor.org/stable/725104>.

JENSEN, Michael C.; RUBACK, Ricahrd S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, 1983. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244158>.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, maio-jun. 1990. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148>.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, abr. 1990. Disponível em: <<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/Jensen-Murphy.pdf>>.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Erin G. Remuneration: Where we’ve been, how we got to here, what are the problems and how to fix them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, 2004, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>.

KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; PERERA, Luiz Carlos Jacob. *Stock Options e Criação de Valor para o Acionista*. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009.

LAMBERT, Richard A.; LANEN, William N.; LARCKER, David F. Executive Stock Options and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, dez. 1989. Disponível em: <<http://faculty-gsb.stanford.edu/larcker/PDF/21%20Executive%20Stock%20Options.pdf>>.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*, Editora Renovar, Rio de Janeiro, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

LEVITT, Arthur. *The Numbers Game*. Discurso proferido no NYU Center for Law and Business. Disponível em: <<http://www.utdallas.edu/~andersmc/6344/Day%20%20-%20Numbers%20game.pdf>>.

KAPLOW, Louis. Rules Versus Standards: An Economic Analysis. *Duke Law Journal*, Disponível em: <www.jstor.org/stable/1372840>.

KNIGHT, Frank. *Risk, Uncertainty and Profit*. Cambridge: Riverside Press, 1921. Disponível em: <<http://snap3.uas.mx/RECURSO1/pensamiento%20economico/LECTURAS%20HISTORIA%20DEL%20PENSAMIENTO%20ECON%20MICO.%20INGL%20S/Knight.%20Risk,%20Uncertainty%20and%20Profit.pdf>>.

KOROBKIN, Russel B.; ULEN, Thomas S. Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics. *California Law Review*, jul. 2000. Disponível em: ><http://ssrn.com/abstract=229937>>.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; OLIVEIRA, Murilo Alvarega; ALYRIO, Rovigati Danilo; Andrade, Rui Otávio Bernardes de. *Heurísticas e Vieses de Decisão: a Racionalidade Limitada no Processo Decisório*. Disponível em: <http://www.each.usp.br/rvicente/0176_ArtigoIAMDecisao.pdf>.

MACEY, Jonathan R. *Corporate Governance – Promises Kept, Promises Broken*. New Jersey: Princeton University Press, 2008.

MARTIN, Roger. *The Wrong Incentive: Executives Taking Stock will Behave like Athletes Placing Bets*. Disponível em: <faculty.som.yale.edu>.

MARTINS, Sergio Pinto. *Repertório IOB de Jurisprudência*, São Paulo, 2001, Caderno 2, n. 16.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando Accruals Discricionários. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 19, n. 46, jan.-abr. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>>.

MOELLER, Sara B.; SCHLINGEMANN, Frederik P.; STULZ, René M. Do Shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? *NBER Working Paper*, n. 9523, fev. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=383560>.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem Deve Comandar a Companhia? Alocação do Poder Empresarial. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coordenador). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

MURPHY, Kevin. *Executive Compensation*. abr., 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>.

MÜLLER, Viviane Prado. *Divulgação da Remuneração dos Administradores: o Judiciário como Mediador de Valores Locais e Internacionais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

NOHEL, Tom; TODD, Steven K. Stock Options and Managerial Incentives to Invest. *EFMA 2002 London Meetings*, nov. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202458>>.

OFEK, Eli; YEMACK, David. Taking Stock: Equity Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership. *The Journal of Finance*. Disponível em: <citeseerx.ist.psu.edu>.

OIOLI, Erik F. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OYER, Paul; SCHAEFER, Scott. *Why do Firms Give Stock Option to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories*. mar. 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10222.pdf>>.

POUSADA, Estevan Lo Ré. Alguns Conceitos Elementares de Teoria dos Jogos - Uma Análise Sucinta de Aspectos Potencialmente Relevantes. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 132, Editora Malheiros, jan.-mar.ço 2005.

RAJAN, Raghuram. Has Financial Development Made the World Riskier? *NBER Working Paper*, n. 11728. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11728>>.

RAJGOPAL, Shivaram; SHEVLIN, Tony. Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*, 2002. Disponível em: <<https://mywebspaces.wisc.edu/czhang46/webExecutive%20compensation%20and%20risk%20taking/Rajgopal%20and%20Shevlin%202002.pdf>>.

RAPPAPORT, Alfred. The Economics of Short-Term Performance Obsession. *Financial Analysts Journal*, v. 61, 2005. Disponível em: <<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>>.

ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A.- Apuração, Declaração e Pagamento*. Quartier Latin, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2 ed. São Paulo: Malheiros Editores.

SAMUELSON, Paul Anthony. *Economics*. New York: McGraw-Hill, 1980.

SANDERS, Wm Gerard; HAMBRICK, Donald C. *Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance*. Disponível em: <journals.aomonline.org/InPress/pdf/done/291.pdf>.

SANDERS, Gerard. Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay. *The Academy of Management Journal*, v. 44, n. 03. Disponível em: <www.jstor.org/stable/3069365>.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da Silveira. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo – Governança e Prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SKINNER, Douglas J.; SLOAN, Richard G. *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*. jul. 1999, Disponível em: <<http://webuser.bus.umich.edu/tradingfloor/earningstorpedo/research/torpedoreportbysloan.pdf>>.

SZTAJN, Rachel. Law and Economics. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 133, jan.-mar. 2005.

SZTAJN, Rachel. Regulação e Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 137, jul.-setr. 2005.

SZTAJN, Rachel. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. 2 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

SZTAJN, Rachel. Função Social do Contrato e Direito de Empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 139, jul.-set. 2005.

SZTAJN, Rachel; GOLDSTAJN, Roberto. *Mercado de Valores Mobiliários e Governança, Valor Econômico*, 28 maio 2010.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 198.

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Sobre a Opção de Compra de Ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.39, jul.-set. 1980.

THEODORO NETO, Humberto. *Efeitos Externos do Contrato – Direitos e Obrigações na Relação entre Contratantes e Terceiros*. Rio de Janeiro: Forense, 2007

TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais no Brasil in SADDI, Jairo (organizador) *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

TULLOCK, Gordon; SELDON, Arthur; Brady, Gordon L. *Falhas de Governo – Uma Introdução à Teoria da Escolha Pública*. Instituto Liberal, 2005.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgments under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*, v. 185, set. 1974. Disponível em: <http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf>.

XAVIER, Alberto. *A Remuneração dos Administradores das S.A, Sociedades por Ações. Resenha Universitária de São Paulo*, v.1, 1977.

WALD, Arnaldo. *Algumas Considerações sobre a Utilização do Trust no Direito Brasileiro. Revista de Direito Mercantil, Financeiro e Econômico*, São Paulo, v. 34, n. 99, jul.-set. 95.

WESTPHAL, James D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Ties. *The Academy of Management Journal*, v. 42, n. 1, fev. 1999. Disponível em: <www.jstor.org/stable/256871>.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YERMACK, David. Do Corporations Award Stock Options Effectively? *Working Paper Series*, 1994. Disponível em: <<http://archive.nyu.edu/fda/bitstream/2451/27285/2/wpa94054.pdf>>.

ANEXO A – ADOÇÃO DE INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES

Incentivo baseados em ações adotados pelas companhias que integram o Índice IBOVESPA (dados relativos ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 e disponíveis nos formulários de referência das companhias):

| # | Companhia | Modalidade de incentivo baseado em ações | Beneficiários |
|-----|---|--|----------------|
| 1. | ALL América Latina Logística S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 2. | Banco Bradesco S.A. | Não há | Não aplicável |
| 3. | Banco do Brasil S.A. | Não há | Não aplicável |
| 4. | Banco Santander (Brasil) S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 5. | BMFBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 6. | Bradespar S.A. | Não há | Não aplicável |
| 7. | BRF – Brasil Foods S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 8. | BR Malls Participações S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 9. | Brookfield Incorporações S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 10. | B2W – Companhia Global do Varejo | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 11. | Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras | Não há | Não aplicável |
| 12. | CESP – Companhia Energética | Não há | Não aplicável |

| | | | |
|-----|--|--|----------------|
| | de São Paulo | | |
| 13. | CETIP S.A. – Mercados Organizados | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 14. | Cielo S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 15. | Companhia Brasileira de Distribuição | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 16. | Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV | Plano de Opção de Compra de Ações e incentivo calculado com base na valorização das ações da companhia | CA e Diretoria |
| 17. | Companhia de Concessões Rodoviárias | Incentivo de longo prazo parcialmente calculado com base na valorização das ações da companhia | Diretoria |
| 18. | Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP | Não há | Não aplicável |
| 19. | Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG | Não há | Não aplicável |
| 20. | Companhia Hering | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 21. | Companhia Paranaense de Energia- COPEL | Não há | Não aplicável |
| 22. | Companhia Siderúrgica Nacional | Não há | Não aplicável |
| 23. | Cosan S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 24. | CPFL Energia S.A. | Não há | Não aplicável |

| | | | |
|-----|---|-----------------------------------|----------------|
| 25. | CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista | Não há | Não aplicável |
| 26. | Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 27. | Diagnósticos da América S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 28. | Duratex S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 29. | Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 30. | Embraer S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 31. | Fibria Celulose S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 32. | Gafisa S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 33. | Gerdau S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 34. | Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 35. | Itaú Unibanco Holding S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 36. | JBS S.A. | Não há ²²³ | Não aplicável |
| 37. | Klabin S.A. | Não há | Não aplicável |

²²³ De acordo com o Formulário de Referência da JBS S.A., em 2007 o plano de outorga de opções de compra de ações foi aprovado pela assembleia geral da companhia, porém nenhuma outorga foi realizada desde então. Para fins desta dissertação, portanto, considera-se que esta companhia não adota incentivos baseados em ações.

| | | | |
|-----|------------------------------------|--|----------------|
| 38. | Light S.A. | Não há ²²⁴ | Não aplicável |
| 39. | LLX Logística S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 40. | Localiza Rent a Car S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 41. | Lojas Americanas S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 42. | Lojas Renner S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 43. | Marfrig Alimentos S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 44. | Metalúrgica Gerdau S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 45. | MMX Mineração e Metálicos S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 46. | MRV Engenharia e Participações S.A | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 47. | Natura Cosméticos S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 48. | OGX Petróleo e Gás S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | CA e Diretoria |
| 49. | OI S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações ²²⁵ | Diretoria |

²²⁴ A companhia informou, em seu Formulário de Referência, que o plano de outorga de opções de compra de ações esteve em vigor até o início de 2010 e nenhuma outra outorga ocorreu após essa data, razão pela qual se considerou que a companhia não se vale de incentivos baseados em ações.

²²⁵ O formulário de referência da companhia informa que com a troca de controle da Oi S.A. ocorrida em 27 de fevereiro de 2012 o programa de remuneração baseado em ações, foi descontinuado. No entanto, como em 2011 os administradores efetivamente receberam ações no âmbito do antigo programa, considerou-se que a companhia adota esse tipo de incentivo para os fins deste levantamento.

| | | | |
|-----|--|--|---------------|
| 50. | PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 51. | Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras | Não há | Não aplicável |
| 52. | Redecard S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 53. | Rossi Residencial S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 54. | Souza Cruz S.A. | Não há | Não aplicável |
| 55. | Suzano Papel e Celulose S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações e incentivo calculado com base na valorização das ações da companhia | Diretoria |
| 56. | Telefônica Brasil S.A. | Plano de Concessão de Ações | Diretoria |
| 57. | TIM Participações S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 58. | Ultrapar Participações S.A. | Usufruto de ações com posterior transferência da propriedade e incentivo calculado com base na valorização das ações da companhia | Diretoria |
| 59. | Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |
| 60. | Vale S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações e plano de <i>matching</i> , por meio da qual o executivo, mediante cumprimento de determinadas metas, tem direito | Diretoria |

| | | | |
|------------|---------------------|---|-----------|
| | | valor líquido, a título de premiação, equivalente à quantia comprada por ele em ações da companhia. | |
| 61. | Vanguarda Agro S.A. | Plano de Opção de Compra de Ações | Diretoria |

* * * *

ANEXO B – COMPOSIÇÃO DA REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES

Composição da remuneração dos administradores de companhias que integram o Índice Ibovespa (dados relativos ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 e disponíveis nos formulários de referência das companhias).

Para fins desse levantamento, considerou-se que o recebimento de benefícios por administradores integra a remuneração fixa, dada a sua habitualidade e previsibilidade. Da mesma maneira, para aquelas companhias que remuneram seus conselheiros com base na quantidade de reuniões em que estes efetivamente participam, considerou-se que tal pagamento corresponde a uma remuneração fixa.

| # | Companhia | Remuneração Fixa | Remuneração Variável | Opções de Ações |
|----|-----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| 1. | ALL América Latina Logística S.A. | Diretoria: 15% CA: 70% | Diretoria: 42,5% CA: 30% | Diretoria: 42,5% CA: -- |
| 2. | Banco Bradesco S.A. | Diretoria: 100% CA: 100% | -- | -- |
| 3. | Banco do Brasil S.A. | Diretoria: 100% CA: 100% | -- | -- |

| | | | | |
|----|--|---|------------------------------|---|
| 4. | Banco Santander (Brasil) S.A. | Diretoria: 24% CA: 100% ²²⁶ | Diretoria: 58% CA: -- | Diretoria: 18% CA: -- |
| 5. | BMFBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros | Diretoria: 28,92% CA: 100% | Diretoria: 31,26% CA: -- | Diretoria: 39,82% CA: -- |
| 6. | Bradespar S.A. | Diretoria: 100% CA: 100% | -- | -- |
| 7. | BRF – Brasil Foods S.A. | Diretoria 59% CA: 100% | Diretoria: até 41% CA: -- | Diretoria: até 41% ²²⁷ CA: -- |
| 8. | BR Malls Participações S.A. | Diretoria: 25% CA: 100% | Diretoria: 30% CA: -- | Diretoria: 45% CA: -- |
| 9. | Brookfield Incorporações S.A. | Diretoria: 27% CA: 100% ²²⁸ | Diretoria: 28% CA: -- | Diretoria: 45% ²²⁹ CA: -- |

²²⁶ A companhia informou em seu Formulário de Referência que alguns membros do Conselho de Administração possuem opções de compra de ações referentes à remuneração recebida à época em que estes exerciam funções executivas na companhia.

²²⁷ A companhia não distingue a remuneração variável das opções de compra de ações para fins de cálculo do percentual.

²²⁸ A companhia informou em seu Formulário de Referência que alguns membros do Conselho de Administração possuem opções de compra de ações referentes à remuneração recebida à época em que estes exerciam funções executivas na companhia.

²²⁹ Percentuais aplicáveis ao Diretor Presidente.

| | | | | |
|-----|--|---------------------------------|---------------------------------|--|
| 10. | B2W – Companhia Global do Varejo | Diretoria: 43% CA: 71% | Diretoria: até 57% CA: --% | Diretoria: até 57% ²³⁰ CA: 29% |
| 11. | Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras | Diretoria: 92% CA: 100% | Diretoria: 8% CA: -- | -- |
| 12. | CESP – Companhia Energética de São Paulo | Diretoria: 80% CA: 66% | Diretoria: 20% CA: 34% | -- |
| 13. | CETIP S.A. – Mercados Organizados | Diretoria: 23% CA: 59% | Diretoria: 30% CA: -- | Diretoria: 47% CA: 41% |
| 14. | Cielo S.A. | Diretoria: 34% CA: 100% | Diretoria: até 64% CA: --% | Diretoria: até 64% ²³¹ CA: --% |
| 15. | Companhia Brasileira de Distribuição | Diretoria: 35,27% CA: 100% | Diretoria: 45,15% CA: -- | Diretoria: 19,58% CA: -- |
| 16. | Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV | Diretoria: 22,25% CA: 37,32% | Diretoria: 15,42% CA: 20,94% | Diretoria: 62,33% CA: 41,73% |

²³⁰ Idem nota 227 acima.

²³¹ Idem nota 227 acima.

| | | | | |
|-----|--|---------------------------------|---------------------------------|---|
| 17. | Companhia de Concessões Rodoviárias | Diretoria: 37% CA: 100% | Diretoria: 63% CA: -- | -- |
| 18. | Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP | Diretoria: 75,82% CA: 71,42% | Diretoria: 24,18% CA: 28,58% | Diretoria: -- CA: -- |
| 19. | Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG | Diretoria: 78,18% CA: 95,26% | Diretoria: 21,82% CA: 4,74% | -- |
| 20. | Companhia Hering | Diretoria: 47,4% CA: 100% | Diretoria: 38,2% CA: -- | Diretoria: 14,4% CA: --% |
| 21. | Companhia Paranaense de Energia- COPEL | Diretoria: 100% CA: 100% | -- | -- |
| 22. | Companhia Siderúrgica Nacional | Diretoria: 41% CA: 100% | Diretoria: 59% CA: -- | -- |
| 23. | Cosan S.A. | Diretoria: 31% CA: 100% | Diretoria: 69% CA: -- | Diretoria: 69% ²³² CA: -- |
| 24. | CPFL Energia S.A. | Diretoria: 77% | Diretoria: 23% | -- |

²³² Idem nota 227 acima.

| | | | | |
|-----|---|-----------------------------|------------------------------|---|
| | | CA: 100% | CA: -- | |
| 25. | CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista | Diretoria: 76% CA: 100% | Diretoria: 24% CA: -- | -- |
| 26. | Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações | Diretoria: 30% CA: 100% | Diretoria: 28% CA: -- | Diretoria: 42% CA: --% |
| 27. | Diagnósticos da América S.A. | Diretoria 71,6% CA: 100% | Diretoria: 22,5% CA: -- | Diretoria: 4,9% CA: -- |
| 28. | Duratex S.A. | Diretoria 47% CA: 100% | Diretoria: 40,5% CA: -- | Diretoria: 12,5% CA: -- |
| 29. | Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A | Diretoria: 59% CA:100% | Diretoria: 38% CA: -- | Diretoria: 3% CA: -- |
| 30. | Embraer S.A. | Diretoria: 42,7% CA:100% | Diretoria: 30,6% CA: -- | Diretoria: 26,7% CA: -- |
| 31. | Fibria Celulose S.A. | Diretoria: 70% CA:100% | Diretoria: até 30% CA: -- | Diretoria: até 30% ²³³ CA: -- |

²³³ Idem nota 227 acima.

| | | | | |
|-----|--|------------------------------|----------------------------|---|
| | | | | |
| 32. | Gafisa S.A. | Diretoria: 30% CA: 90% | Diretoria: 28% CA: -- | Diretoria: 42% CA: 10% |
| 33. | Gerdau S.A. | Diretoria: 30% CA: 28% | Diretoria: 55% CA: 38% | Diretoria: 15% ²³⁴ CA: 34% ²³⁵ |
| 34. | Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. | Diretoria: 35,8% CA: 100% | Diretoria: 34,5% CA: -- | Diretoria: 29,7% ²³⁶ CA: -- |
| 35. | Itaú Unibanco Holding S.A. | Diretoria: 10% CA: 51% | Diretoria: 59% CA: -- | Diretoria: 31% CA: 49% |
| 36. | JBS S.A. | Diretoria: 84,9% CA: 100% | Diretoria: 15,1% CA: -- | Diretoria: -- CA: -- |
| 37. | Klabin S.A. | Diretoria: 59,9% CA: 100% | Diretoria: 40,1% CA: -- | Diretoria: -- CA: -- |
| 38. | Light S.A. | Diretoria: 42% | Diretoria: 58% | Diretoria: -- |

²³⁴ Aplicável apenas ao CEO e COO. Para os demais diretores os percentuais são, respectivamente: 43%, 49% e 8%.

²³⁵ Aplicável apenas aos conselheiros que são acionistas. Para os conselheiros independentes os percentuais são, respectivamente: 45%, 0% e 55%.

²³⁶ Aplicável apenas à diretoria estatutária. Os percentuais dos diretores não estatutários são, respectivamente: 36,8%, 13,6% e 49,6%.

| | | | | |
|-----|--------------------------|-------------------------------------|---|---|
| | | CA: 100% | CA: -- | CA: -- |
| 39. | LLX Logística S.A. | Diretoria: 14,8% CA: 19,7% | Diretoria: 4,9% CA: -- | Diretoria: 72,3% ²³⁷ CA: 80,3% |
| 40. | Localiza Rent a Car S.A. | Diretoria: 42% CA: 100% | Diretoria: 58% ²³⁸ CA: -- | Diretoria: Não informado CA: -- |
| 41. | Lojas Americanas S.A. | Diretoria: 48% CA: 100% | Diretoria: Até 52% CA: -- | Diretoria: Até 52% ²³⁹ CA: -- |
| 42. | Lojas Renner S.A. | Diretoria: 26,7% CA: 64% | Diretoria: 18,7% CA: 36% | Diretoria: 54,6% CA: -- |
| 43. | Marfrig Alimentos S.A. | Diretoria: 55 a 85% CA: 55 a 70% | Diretoria: 15 a 40% CA: 30 a 45% | Diretoria: 5 a 10% CA: Não informado |
| 44. | Metalúrgica Gerdau S.A. | Diretoria: 30% CA: 28% | Diretoria: 55% CA: 38% | Diretoria: 15% ²⁴⁰ CA: 34% ²⁴¹ |

²³⁷ É importante notar que os percentuais informados pela companhia não totalizam 100%.

²³⁸ Aplicável apenas à diretoria estatutária. Os percentuais dos diretores não estatutários são, respectivamente: 60% e 40%, sendo que o percentual referente às opções de compra de ações não foi informado.

²³⁹ Idem nota 226 acima.

²⁴⁰ Aplicável apenas ao CEO e COO. Para os demais diretores os percentuais são, respectivamente: 43%, 48% e 9%.

| | | | | |
|-----|---|--------------------------------|-------------------------------|---|
| | | | | |
| 45. | MMX Mineração e Metálicos S.A. | Diretoria: 53,27% CA: 20,5% | Diretoria: 18,46% CA: -- | Diretoria: 28,27% CA: 79,5% |
| 46. | MRV Engenharia e Participações S.A. | Diretoria: 41% CA: 100% | Diretoria: 41% CA: -- | Diretoria: 18% ²⁴² CA: -- |
| 47. | Natura Cosméticos S.A. | Diretoria: 37,9% CA: 57,2% | Diretoria: 35,6% CA: 42,8% | Diretoria: 26,5% CA: -- |
| 48. | OGX Petróleo e Gás S.A. | Diretoria: 20% CA: 64% | Diretoria: -- CA: -- | Diretoria: 80% CA: 36% |
| 40. | Oi S.A. | Diretoria: 43,9% CA: 100% | Diretoria: 26,4% CA: -- | Diretoria: 29,7% ²⁴³ CA: -- |
| 50. | PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações | Diretoria: 4,6% CA: 100% | Diretoria: 28,9% CA: -- | Diretoria: 66,5% CA: -- |
| 51. | Petróleo Brasileiro | Diretoria: 89% | Diretoria: 11% | Diretoria: -- |

²⁴¹ Aplicável apenas aos conselheiros que são acionistas. Para os conselheiros independentes os percentuais são, respectivamente: 45%, 0% e 55%

²⁴² Aplicável apenas à diretoria estatutária. Os percentuais dos diretores não estatutários são, respectivamente: 48%, 16% e 36%

²⁴³ Aplicável apenas à diretoria estatutária. Os percentuais dos diretores não estatutários são, respectivamente: 53%, 47% e 0%

| | | | | |
|-----|------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| | S.A. - Petrobras | CA: 100% | CA: -- | CA: -- |
| 52. | Redecard S.A. | Diretoria: 33,9% CA: 100% | Diretoria: 58,6% CA: -- | Diretoria: 7,5% CA: -- |
| 53. | Rossi Residencial S.A. | Diretoria: Não informado CA: 40% | Diretoria: Não informado CA: 60% | Diretoria: Não informado CA: -- |
| 54. | Souza Cruz S.A. | Diretoria: 50% a 100% CA: 100% | Diretoria: até 50% CA: -- | -- |
| 55. | Suzano Papel e Celulose S.A. | Diretoria: 40% CA: 55% a 60% | Diretoria: 25 a 40% CA: 40 a 45% | Diretoria: 20 a 35% CA: -- |
| 56. | Telefônica Brasil S.A. | Diretoria: 54% CA: 100% | Diretoria: 32% CA: -- | Diretoria: 14% CA: -- |
| 57. | Tim Participações S.A. | Diretoria: 47,2% CA: 100% | Diretoria: 38,7% CA: -- | Diretoria: 14,1% CA: -- |
| 58. | Ultrapar Participações S.A. | Diretoria: 22% CA: 100% | Diretoria: 67% CA: -- | Diretoria: 7% CA: -- |

| | | | | |
|------------|--|--|--|---|
| | | | | |
| 59. | Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas | Diretoria: 37% CA: 100% | Diretoria: 37% CA: -- | Diretoria: 26% CA: -- |
| 60. | Vale S.A. | Diretoria: 35% CA: 100% | Diretoria: 38% CA: -- | Diretoria: 27% ²⁴⁴ CA: -- |
| 61. | Vanguarda Agro S.A. | Diretoria: Não informado CA: 100% | Diretoria: Não informado CA: -- | Diretoria: Não informado CA: -- |

* * * *

²⁴⁴ Aplicável apenas à diretoria estatutária. Os percentuais dos diretores não estatutários são, respectivamente: 46%, 41% e 13%.

ANEXO C – OBJETIVOS DOS INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES

Objetivos dos Incentivos Baseados em Ações, conforme item 13.4(b) dos Formulários de Referências das companhias que adotam essa modalidade de remuneração.

| # | Companhia | Objetivo dos Incentivos Baseados em Ações |
|----|---|--|
| 1. | ALL América Latina Logística S.A. | “O principal objetivo da política de remuneração da Companhia é estabelecer um sistema de remuneração da administração que auxilie no desenvolvimento de uma cultura de alta <i>performance</i> , mantendo no longo prazo pessoas importantes para o crescimento da Companhia, garantindo a contratação e a retenção das melhores pessoas e assegurando o alinhamento dos interesses dos administradores com os dos acionistas.” |
| 2. | Banco Santander (Brasil) S.A. | “(i) Alinhar os interesses da Companhia e dos participantes com vistas, de um lado, ao crescimento e lucratividade dos negócios da Companhia e, de outro lado, ao reconhecimento da contribuição dos participantes ao desenvolvimento das atividades da Companhia; (ii) Possibilitar à Companhia reter os participantes em seus quadros de colaboradores, oferecendo-lhes, como vantagem adicional, a oportunidade de se tornarem ou aumentarem sua participação como acionistas da Companhia; e (iii) Promover o bom desempenho da Companhia e dos interesses dos acionistas mediante um comprometimento de longo prazo por parte dos participantes.” |
| 3. | BMFBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros | “Remuneração de longo prazo, estruturada por meio de outorgas de opções de compra de ações, no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações da Companhia - stock option |

| | | |
|----|-------------------------------|--|
| | | <p>(“Plano de Opção”), a qual é atribuída em função de indicadores de resultados globais da Companhia, nível de cargo e avaliação de desempenho individual, tendo por objetivo o alinhamento de interesses dos administradores com a Companhia no horizonte do longo prazo, bem como a retenção do pessoal-chave da Companhia.”</p> |
| 4. | BRF – Brasil Foods S.A. | <p>“O Plano da BRF tem por objetivo atrair, manter e motivar os executivos com fim de gerar valor para a empresa, além de ser um importante mecanismo de alinhamento aos interesses de nossos acionistas. Tal política de remuneração estimula a busca de resultados pela Diretoria e reconhece o alcance e superação das metas pré-definidas, gerando direcionadores e atenção nos indicadores considerados críticos para a estratégia e resultados da companhia, e que finalmente também, corresponde aos interesses dos acionistas. A BRF – Brasil Foods S.A. possui um Comitê de Remuneração e Desenvolvimento de Executivos que analisa a estratégia de remuneração fixa e variável a ser adotada, emitindo suas recomendações e ajustes, para serem posteriormente submetidas a apreciação, deliberação e aprovação do Conselho de Administração.”</p> |
| 5. | BR Malls Participações S.A. | <p>“Da mesma forma, a remuneração variável de longo prazo, baseada em ações, visa a recompensar o resultado de um período mais longo, em conformidade com o crescimento da Companhia. Esta política visa a alinhar os interesses dos executivos com aqueles dos acionistas.”</p> |
| 6. | Brookfield Incorporações S.A. | <p>“A Companhia busca compensar adequadamente a competência e a responsabilidade de seus profissionais, por meio da adoção de uma política de remuneração voltada ao crescimento dos valores individuais e coletivos. O salário de seus empregados é calculado na forma da lei e sua remuneração é composta por salário base, bônus e benefícios. Os planos de participação, a longo prazo, pretendem recompensar a administração de acordo com o aumento no</p> |

| | | |
|----|-----------------------------------|--|
| | | valor das ações de emissão da Companhia. O objetivo desses contratos é atingir o interesse comum entre os acionistas e a administração e motivar os administradores a melhorarem o sucesso financeiro da Companhia a longo prazo, medido em termos de aumento de retorno aos acionistas. O plano de participação a longo prazo da Companhia consiste em um Plano de Opção” |
| 7. | B2W – Companhia Global do Varejo | “O objetivo precípua da política de remuneração do emissor é a aplicação de um sistema de remuneração da administração que promova uma cultura de superação de resultados através da contratação e retenção das melhores pessoas, alinhadas com os interesses dos acionistas.” |
| 8. | CETIP S.A. – Mercados Organizados | “O Plano de Opção 2010 também tem por objetivo conceder aos administradores, executivos, empregados e prestadores de serviço, o direito de se tornarem acionistas da Companhia mediante a aprovação de programas de outorga de opção de compra de ações no âmbito do plano. A concessão desse direito visa (i) a estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia; (ii) alinhar os interesses dos acionistas da Companhia ao dos administradores, empregadores e prestadores de serviço da Companhia; e (iii) possibilitar à Companhia atrair e manter a ela vinculados administradores, empregados e colaboradores.” |
| 9. | Cielo S.A. | “O Plano tem por objetivo permitir que Diretores Estatutários e empregados da Companhia, sujeitos a determinadas condições, recebam ações ou opções de compra de ações da Companhia, com vistas a: (a) estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos de longo prazo da Companhia; (b) vincular os interesses dos acionistas da Companhia à remuneração de administradores e empregados da Companhia; e (c) possibilitar à Companhia atrair e manter a ela vinculados administradores e empregados.” |

| | | |
|-----|---|--|
| | | |
| 10. | Companhia Brasileira de Distribuição | “O Plano de Opção tem por objetivo: (i) atrair e manter vinculados à Companhia executivos e profissionais altamente qualificados; (ii) propiciar a participação dos administradores e empregados no capital e nos acréscimos patrimoniais decorrentes dos resultados para os quais referidos administradores, empregados e prestadores de serviços tenham contribuído; e (iii) alinhar os interesses dos administradores e empregados com os interesses de acionistas, incentivando o desempenho desses profissionais e assegurando continuidade na administração da Companhia.” |
| 11. | Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV | “O principal objetivo da política de remuneração da Companhia é estabelecer um sistema de remuneração da administração que auxilie no desenvolvimento de uma cultura de alta <i>performance</i> , mantendo no longo prazo pessoas importantes para o crescimento da Companhia, garantindo a contratação e a retenção das melhores pessoas e assegurando-se um alinhamento dos interesses dos administradores com os dos acionistas.” |
| 12. | Companhia de Concessões Rodoviárias | “O ILP tem como objetivo, por meio da criação de oportunidades de investimento para executivos da Companhia: o alinhamento dos executivos aos interesses dos acionistas; a maximização do valor das ações da Companhia e da distribuição de dividendos; a atração e retenção dos melhores talentos; a geração de resultados e a criação sustentável de valor; e a criação de uma visão de longo prazo.” |
| 13. | Companhia Hering | “Estimular a expansão da Companhia e o atingimento das metas estabelecidas, incentivando os seus principais executivos.” |

| | | |
|-----|--|--|
| 14. | Cosan S.A. | “O plano tem como principais objetivos (i) estimular a expansão, o êxito e os objetivos sociais da Companhia e os interesses de seus acionistas, permitindo aos executivos e empregados de alto nível adquirir ações da Companhia, incentivando a integração de tais executivos e empregados na Companhia; e (ii) possibilitar à Companhia a obtenção e manutenção dos serviços de executivos e empregados de alto nível, oferecendo a tais indivíduos uma vantagem adicional e a oportunidade de se tornarem acionistas da Companhia.” |
| 15. | Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações | “No curto prazo, os administradores recebem condições vantajosas para aquisição de ações e comprometem-se com os resultados da Companhia, que reverte diretamente na maximização dos seus lucros e dos acionistas. No médio e longo prazos, o objetivo é a retenção dos administradores.” |
| 16. | Diagnósticos da América S.A. | “O Novo Plano tem por objetivo permitir que administradores ou empregados da Companhia ou de outras sociedades sob o seu controle, sujeito a determinadas condições, adquiram ações da Companhia, com vistas a: (i) atrair executivos altamente qualificados, por meio de instrumentos em linha com as melhores práticas de mercado; (ii) estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia; (iii) alinhar os interesses dos acionistas da Companhia aos de administradores e empregados da Companhia ou outras sociedades controladas; e (iv) incentivar o desempenho e favorecer a retenção dos executivos da Companhia, na medida em que a sua participação no capital social da instituição permitirá que se beneficiem dos resultados para os quais tenham contribuído e que sejam refletidos na valorização do preço de suas ações.” |
| 17. | Duratex S.A. | “Integrar diretores e funcionários no processo de desenvolvimento e valorização da Companhia a médio e |

| | | |
|-----|--|--|
| | | longo prazos.” |
| 18. | Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A | “Visa a reforçar a retenção dos profissionais e alinhar interesses com acionistas na criação de valor para o negócio de forma sustentável e de longo prazo, além de contribuir para a retenção dos executivos chave.” |
| 19. | Embraer S.A. | “A outorga de opções para a compra de ações da EMBRAER S.A. (a "Companhia") tem por objetivos primordiais: (a) manter na Companhia e para ela atrair pessoal altamente qualificado; e (b) assegurar às pessoas que possam efetivamente contribuir para o melhor desempenho da Companhia e de seus valores mobiliários, o direito de participar do resultado de sua contribuição Pretende-se, ainda, assegurar a continuidade da administração da Companhia e de suas controladas e alinhar os interesses dos diretores e pessoas chave da Companhia e de suas controladas com os dos acionistas da Companhia.” |
| 20. | Fibria Celulose S.A. | <ul style="list-style-type: none"> • Atração e retenção de executivos; • Alinhamento de interesses dos executivos aos dos acionistas na criação de valor; e • Visão de longo prazo |
| 21. | Gafisa S.A. | “Os planos de opção de compra de ações da Companhia objetivam: (1) estimular a expansão e o êxito no desenvolvimento dos seus objetivos sociais, permitindo aos beneficiários adquirir ações de emissão da Companhia, incentivando a integração destes com a Companhia; (2) atrair administradores e empregados de alto nível a prestarem seus serviços, oferecendo-lhes a vantagem adicional de se tornarem acionistas da Companhia em condições potencialmente diferenciadas; e (3) alinhar os interesses dos administradores e empregados de alto nível aos interesses dos acionistas da Companhia.” |

| | | |
|-----|-------------------------------------|--|
| 22. | Gerdau S.A. | “Os principais objetivos do Plano de Opções são atrair e reter executivos estratégicos, oferecer um sistema de remuneração realizável a longo prazo alinhado aos interesses dos acionistas, compartilhar crescimento e sucesso da Companhia e reforçar o sentimento de participação e sociedade no negócio.” |
| 23. | Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. | “O Plano visa, por meio da concessão de opções de compra de nossas ações: (a) a atrair, motivar e reter executivos qualificados; (b) a incentivar administradores e empregados para obtenção de resultados e (c) a promover os nossos interesses.” |
| 24. | Itaú Unibanco Holding S.A. | “O Plano tem por objetivo primordial alinhar os interesses dos administradores aos dos acionistas do Emissor, na medida em que compartilham dos mesmos riscos e ganhos proporcionados pela valorização de suas ações.” |
| 25. | LLX Logística S.A. | “O Plano de Outorga de Opções de Compra de Ações do Acionista Controlador e o Plano de Outorga de Opções de Compra de Ações da Companhia têm por objetivos: (i) estimular a melhoria da gestão da Companhia e das empresas que estejam sob o seu controle direto ou indireto, conferindo aos Participantes a possibilidade de serem acionistas da Companhia, estimulando-os, assim, a trabalhar na otimização de todos os aspectos que possam valorizar a Companhia; (ii) atrair, motivar e reter executivos altamente qualificados nos quadros da Companhia; (iii) ampliar a atratividade da Companhia e (iv) alinhar interesses dos administradores com os interesses dos acionistas.” |

| | | |
|-----|--------------------------|--|
| 26. | Localiza Rent a Car S.A. | <p>“Os objetivos do 3º e do 2º plano de opção de compra de ações são:</p> <p>1 alinhamento dos interesses dos elegíveis com dos acionistas da Companhia;</p> <p>2 atração e retenção de executivos ; e</p> <p>3 visão de longo prazo no processo de tomada de decisão”</p> |
| 27. | Lojas Americanas S.A. | <p>“Os principais objetivos do Plano são: (a) estimular a expansão, o êxito e os objetivos sociais do emissor e os interesses de seus acionistas, permitindo aos executivos e empregados de alto nível adquirir ações do emissor, nos termos, nas condições, e no modo previsto no Plano, desta forma incentivando a integração desses executivos e empregados no emissor; e (b) possibilitar à Companhia obter e manter os serviços de executivos e empregados de alto nível, oferecendo a tais executivos e empregados, como vantagem adicional, tornarem-se acionistas do emissor.”</p> |
| 28. | Lojas Renner S.A. | <p>“O Plano tem por objetivo (a) atrair, motivar e reter executivos qualificados, (b) promover os interesses da Companhia e de seus acionistas, e (c) incentivar os Administradores, Executivos, Empregados e Prestadores de Serviços a contribuir para a obtenção de resultados para a Companhia, por meio da concessão de opções de compra de ações do capital da Companhia.”</p> |
| 29. | Marfrig Alimentos S.A. | <p>“A política de remuneração da Companhia visa a estabelecer os critérios, responsabilidades e as definições da remuneração dos seus administradores. O Plano de Opção, como parte da política de remuneração da Companhia, tem por objetivo permitir que administradores, empregados e prestadores de</p> |

| | | |
|-----|------------------------------------|---|
| | | serviços da Companhia ou de outras sociedades sob o seu controle, sujeitos a determinadas condições, adquiram ações da Companhia, com vistas a: (a) estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia; (b) alinhar os interesses dos acionistas da Companhia aos de administradores, empregados e prestadores de serviços da Companhia ou outras sociedades sob o seu controle; (c) possibilitar à Companhia, ou outras sociedades sob o seu controle, atrair e manter a ela vinculados administradores, empregados e prestadores de serviços.” |
| 30. | Metalúrgica Gerdau S.A. | “Os principais objetivos do Plano de Opções são atrair e reter executivos estratégicos, oferecer um sistema de remuneração realizável a longo prazo alinhado aos interesses dos acionistas, compartilhar crescimento e sucesso da Companhia e reforçar o sentimento de participação e sociedade no negócio.” |
| 31. | MMX Mineração e Metálicos S.A. | “Tanto o Plano do Controlador quanto o Programa da Companhia têm por objetivos: (i) alinhar os interesses dos administradores com os interesses dos acionistas, estimulando o aprimoramento contínuo da gestão visando a valorização a Companhia e as empresas que estejam sob o seu controle direto ou indireto; e (ii) atrair, motivar e reter executivos altamente qualificados nos quadros da Companhia.” |
| 32. | MRV Engenharia e Participações S.A | “O objetivo deste Plano de Outorga de Opção de Compra de Ações da MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. (“Companhia”), instituído nos termos do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404/76, aprovado pela Assembléia Geral da Companhia, doravante denominado, simplesmente, o Plano, consiste em estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia (e de suas subsidiárias) e dos interesses |

| | | |
|-----|---|--|
| | | de seus acionistas, permitindo a certos executivos e empregados optar por adquirir ações da Companhia, os termos e condições previstos no Plano.” |
| 33. | Natura Cosméticos S.A. | Não informado. |
| 34. | OGX Petróleo e Gás S.A. | “O Plano do Controlador e o Programa da Companhia têm por objetivos: (i) estimular a melhoria da gestão da Companhia e das empresas que estejam sob o seu controle direto ou indireto, conferindo aos Participantes a possibilidade de serem acionistas da Companhia, estimulando-os, assim, a trabalhar na otimização de todos os aspectos que possam valorizar a Companhia; (ii) atrair, motivar e reter executivos altamente qualificados nos quadros da Companhia; (iii) ampliar a atratividade da Companhia e (iv) alinhar interesses dos administradores com os interesses dos acionistas.” |
| 35. | OI S.A. | Não informado. |
| 36. | PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações | “Os objetivos são i. estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia e dos interesses de seus acionistas, permitindo aos seus administradores e empregados adquirir ações da Companhia, nos termos, nas condições, e no modo previstos no Plano de Opção de Compra de Ações, incentivando desta forma a integração dos mesmos à Companhia; e ii. possibilitar a Companhia obter e manter os serviços de executivos de alto nível, oferecendo a tais executivos, como vantagem adicional, se ornarem acionistas da Companhia, nos termos e condições previstos no Plano de Opção de Compra de Ações.” |
| 37. | Redecard S.A. | “Estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia, alinhar os interesses dos beneficiários, Conselheiros, Diretores e Funcionários, aos dos acionistas da |

| | | |
|-----|------------------------------|---|
| | | Companhia e possibilitar à Companhia manter os seus diretores a ela vinculados.” |
| 38. | Rossi Residencial S.A. | <p>“(i) atrair, reter e motivar os executivos, oferecendo-lhes a oportunidade de se tornarem acionistas da Companhia;</p> <p>(ii) alinhar interesses dos executivos aos dos nossos acionistas; e</p> <p>(iii) criar compromisso com resultados futuros e recompensar por desempenho corporativo de longo prazo.”</p> |
| 39. | Suzano Papel e Celulose S.A. | <p>“Os programas de ILP em phantom shares e o Plano de Opção de Compra de Ações Preferenciais Classe ‘A’ são sistemas criados com o objetivo de:</p> <p>i) estimular a expansão da Companhia e o atingimento das metas empresariais estabelecidas, mediante a criação de incentivos que visem uma maior integração de seus executivos, administradores e colaboradores, na qualidade de acionistas (acionistas, especificamente para o Plano de Opção de Compra de Ações) da Companhia;</p> <p>ii) possibilitar à Companhia a manutenção de seus profissionais, oferecendo-lhes, como vantagem e incentivo adicional, a oportunidade de serem acionistas (acionistas, especificamente para o Plano de Opção de Compra de Ações) da Companhia, nos termos, condições e formas previstos nos respectivos regulamento e plano dos programas; e</p> <p>iii) promover o bom desempenho da Companhia e o atingimento dos interesses de seus acionistas mediante um comprometimento de longo prazo por parte de seus executivos, administradores e colaboradores.”</p> |

| | | |
|-----|---|---|
| 40. | Telefônica Brasil S.A. | “Ser um plano de Incentivo de Longo prazo que reconhece a contribuição dos beneficiários no resultado do Negócio tornando-se uma importante ferramenta de fidelização.” |
| 41. | TIM Participações S.A. | “Os objetivos são (i) alinhar os interesses da alta administração aos interesses dos acionistas; (ii) implementar um sistema de incentivo integrado, de forma a equilibrar o horizonte temporal e a natureza dos objetivos; e (iii) aumentar a competitividade do pacote de remuneração da alta administração” |
| 42. | Ultrapar Participações S.A. | “O plano de outorga de ações torna os executivos acionistas da empresa, sendo um forte elemento adicional de alinhamento de interesses de longo prazo.” |
| 43. | Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas | “O plano possui o objetivo de alinhamento de interesses no Longo Prazo, tendo em vista o potencial de valorização das ações, passando ao executivo o sentimento de sociedade, na busca pelos resultados da empresa.” |
| 44. | Vale S.A. | “Os principais objetivos dos planos ILP e Matching são: reter os principais executivos, mantê-los engajados e incentivar a “visão de acionista”, comprometendo-os com os resultados de médio e longo prazos.” |
| 45. | Vanguarda Agro S.A. | “Conceder aos diretores e empregados da Companhia a oportunidade de se tornarem acionistas, com vistas a: a) Estimular a expansão da Companhia e o Atendimento das metas empresariais estabelecidas, mediante a criação de incentivos para a integração dos diretores e empregados da Companhia com seus acionistas; |

| | | |
|--|--|---|
| | | <p>b) Promover o bom desempenho da Companhia e dos interesses dos acionistas mediante um comprometimento de longo prazo por parte de seus diretores e empregados; e</p> <p>c) Proporcionar aos diretores e empregados uma participação no desenvolvimento da Companhia, alinhando os seus interesses com os interesses dos acionistas.”</p> |
|--|--|---|

* * * *

**ANEXO D – PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES DOS PLANOS DE OUTORGA DE OPÇÕES DE
COMPRA DE AÇÕES**

a) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

- (i) Órgão Responsável: Comitê de Remuneração, criado pelo Conselho de Administração.
- (ii) Período de Carência: o exercício das opções outorgadas limita-se a 25% do total de ações por ano, com um período de carência total de cinco anos para o exercício das opções.
- (iii) Preço de Exercício: média do preço de fechamento dos vinte pregões anteriores à data da outorga da opção.
- (iv) Restrições para a Venda: não há.
- (v) Desligamento: se houver desligamento por justa causa ou demissão voluntária, o administrador deixa de fazer jus às opções não exercidas, independentemente de ter transcorrido o prazo de carência. Na hipótese de desligamento, sem justa causa, este poderá exercer em noventa dias as opções liberadas do prazo de carência.

b) BRF Foods S.A.

- (i) Órgão Responsável: Conselho de Administração
- (ii) Período de Carência: três anos, sendo um terço das opções liberadas anualmente até a liberação total.
- (iii) Preço de Exercício: equivalente ao valor médio do preço de fechamento das ações nos 20 pregões anteriores à assinatura do contrato de outorga de opção.
- (iv) Restrições para a Venda: não há.

(v) Desligamento: na hipótese de desligamento voluntário ou sem justa causa, todas as opções exercíveis terão seu prazo de exercício antecipado para trinta dias, sendo as demais opções canceladas. Caso o desligamento seja por justa causa, todas as opções, exercíveis ou não, serão imediatamente canceladas.

c) Companhia Brasileira de Distribuição (“CBD”)

(i) Órgão Responsável: Comitê de Administração do Plano de Outorga de Opção de Compra de Ações, criado pelo Conselho de Administração.

(ii) Período de Carência: como regra geral tem-se um período de carência que varia do trigésimo sexto mês até o quadragésimo oitavo, contados a partir da outorga da opção. Tal prazo pode ser revisto pelo comitê em cada caso de concessão da opção.

(iii) Preço de Exercício: o plano estabelece duas modalidades de opções: (i) aquelas classificadas como “gold”, cujo preço de exercício é de R\$ 0,01 e (ii) aquelas classificadas como “silver”, cujo preço de exercício corresponde à média de fechamento das negociações das ações preferenciais da CBD na BM&FBOVESPA nos últimos 20 pregões com a aplicação de um deságio de 20%.

(iv) Restrições para a Venda: não há.

(v) Desligamento: se houver desligamento por justa causa ou demissão voluntária, o administrador deixa de fazer jus às opções não exercidas, independentemente de ter transcorrido o prazo de carência. Na hipótese de desligamento em justa causa, este poderá exercer a totalidade das opções que lhe foram outorgadas.

d) Companhia de Bebidas da América – Ambev (“Ambev”)

(i) Órgão Responsável: Conselho de Administração.

(ii) Período de Carência: definido periodicamente pelo Conselho de Administração

(iii) Preço de Exercício: valor de mercado da ação na data anterior à data de concessão da opção.

(iv) Restrições para a Venda: há um período de indisponibilidade de três anos contados a partir da data da outorga da opção. No entanto, referida restrição deixa de valer no caso do término do contrato de trabalho ou do mandato do beneficiário.

(v) Desligamento: no caso de desligamento voluntário ou com justa causa caducarão todas as opções cujo direito de exercício não tenha sido adquirido, devendo aquelas cujo período de aquisição já tenha transcorrido ser exercidas no prazo de 90 dias. Na hipótese de demissão por justa causa ou aposentadoria, as opções outorgadas há mais de 24 meses poderão ser exercidas em até 180 dias.

e) Duratex S.A.

(i) Órgão Responsável: Comitê criado pelo Conselho de Administração.

(ii) Período de Carência: varia de um a cinco anos, conforme venha a ser estabelecido pelo comitê responsável.

(iii) Preço de Exercício: calculado pelo comitê quando da outorga da opção, sendo que será considerada a média dos preços das ações da Duratex em bolsa, no período mínimo de cinco e máximo de noventa pregões anteriores à concessão da opção, facultado um ajuste positivo ou negativo de 30% sobre tal preço.

(iv) Restrições para a Venda: metade das ações subscritas será imediatamente disponível e a outra metade ficará indisponível pelo prazo de dois anos a partir da data do exercício da opção.

(v) Desligamento: será cancelada a vigência das opções cujos titulares se desligarem ou forem desligados por justa causa da companhia e no caso de não reeleição ou desligamento que não tenha sido motivado por justa causa, o Conselho de Administração poderá aprovar a não extinção das opções.

f) Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

(i) Órgão Responsável: não há previsão no plano.

(ii) Período de Carência: não há previsão no plano.

(iii) Preço de Exercício: pré-fixado no programa de opção, com base no valor médio das ações nos últimos 30 pregões anteriores à aprovação do programa.

(iv) Restrições para a Venda: não há restrição para venda.

(v) Desligamento: não há previsão no plano.

g) Lojas Renner S.A. (“Renner”)

(i) Órgão Responsável: Comitê de Remuneração, criado pelo Conselho de Administração.

(ii) Período de Carência: definido periodicamente pelo Comitê de Remuneração.

(iii) Preço de Exercício: definido periodicamente pelo Comitê de Remuneração, porém nunca inferior ao valor de mercado das ações na data da outorga de opção.

(iv) Restrições para a Venda: as ações recebidas não podem ser transferidas até que estejam totalmente integralizadas.

(v) Desligamento: caso o desligamento seja voluntário ou sem justa causa, ficam extintas as opções cujo prazo de carência ainda não transcorreu, sendo que para aquelas cujo prazo já tenha se verificado, terá o beneficiário noventa dias da data de desligamento para exercer a opção. Na hipótese de desligamento por justa causa, caducarão todas as opções cujo prazo de carência não tenha se verificado, sendo que para aquelas cujo prazo tenha se verificado, o prazo para exercício expirará no dia anterior ao desligamento.

h) MMX Mineração e Metálicos S.A.

(i) Órgão Responsável: Conselho de Administração

(ii) Período de Carência: a ser estabelecido no programa de opções ou pelo Conselho de Administração, desde que nunca seja anterior a um ano a partir da data de concessão.

(iii) Preço de Exercício: correspondente ao valor de mercado da ação da companhia, calculado pela média simples do valor de bolsa nos últimos 20 pregões.

(iv) Restrições para a Venda: não há restrição.

(v) Desligamento: na hipótese de desligamento por justa causa ou pedido de renúncia formulado pelo administrador, as opções concedidas e não exercidas serão extintas. Caso o desligamento seja feito sem justa causa, as opções concedidas e maduras (isto é, passíveis de exercício), poderão ser exercidas observados os termos do plano, sendo as demais serão canceladas.

i) PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações

- (i) Órgão Responsável: Comitê criado pelo Conselho de Administração.

- (ii) Período de Carência: definido periodicamente pelo Comitê.

- (iii) Preço de Exercício: definido periodicamente pelo Comitê na estruturação de cada programa, com previsão de correção pelo IGPM.

- (iv) Restrições para a Venda: período de restrição de 2 (dois) anos a contar da outorga da opção.

- (v) Desligamento: na hipótese de desligamento por justa causa ou pedido de renúncia formulado pelo administrador, as opções concedidas e não exercidas serão extintas, permanecendo a restrição para a venda das ações resultantes de opções exercidas. Caso o desligamento seja feito sem justa causa, as opções não exercidas serão extintas, ficando sem efeito a restrição para a venda.

* * * *