

Pontifícia Universidade Católica Do Rio De Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

DESENHO ÓTIMO DE POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO NAS FIRMAS

Antonio Fraga Baer Bahia

Número de matrícula: 1012418-2

Orientador: Vínicius Nascimento Carrasco

Tutor: Carlos Viana de Carvalho

Dezembro de 2013

Pontifícia Universidade Católica Do Rio De Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

DESENHO ÓTIMO DE POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO NAS FIRMAS

Antonio Fraga Baer Bahia

Número de matrícula: 1012418-2

Orientador: Vínicius Nascimento Carrasco

Tutor: Carlos Viana de Carvalho

Dezembro de 2013

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Índice:

I.	Introdução	(4)
II.	Motivação	(6)
III.	Revisão da literatura	(8)
IV.	O custo da remuneração por opções	(12)
V.	Melhoras pontuais para os contratos de remuneração por opções padrão	(15)
VI.	Estudos de caso	
	a. Banco BTG Pactual	(21)
	b. Grupo EBX	(23)
	i. Como evitar que isso aconteça de novo?	(25)
VII.	Conclusão	(26)
VIII.	Bibliografia	(27)

Introdução:

Em um mundo ideal, o sistema de remuneração dos executivos em uma firma deve estar atrelado ao desempenho da mesma no longo prazo. Infelizmente, são incontáveis os casos aonde esses sistemas se mostraram inadequados pelos mais variados motivos (Bebchuck e Fried 2005, Bebchuk et al 2009). Identificar as falhas de um sistema desse tipo ex post é um exercício relativamente simples, entretanto entender o que o torna ótimo ou inadequado ex ante é muito mais complexo.

A literatura sobre políticas de compensação é vasta, mas são duas as visões principais sobre as condições sob quais esses mecanismos são desenhados. A primeira argumenta que o mecanismo de compensação é decidido em uma barganha em condições normais de mercado (i.e. o executivo buscando o melhor esquema de remuneração para ele e o conselho buscando o melhor esquema de remuneração para os acionistas) entre o conselho de administração e o executivo, gerando um contrato que é eficiente para reduzir os problemas de agência (Kaplan 2008). A visão alternativa é que o contrato não é determinado em condições normais de mercado, com o executivo tendo algum poder sobre o conselho e possibilitando uma extração de renda (Bebchuck e Fried 2003,2005).

A segunda visão surgiu quando se começou a observar que muitas das características dos programas de remuneração variável padrão são não se encaixam na teoria de contratos ótimos usualmente aceita (Bebchuk et al 2002).

Uma reflexão clara disso é a parcela relevante da remuneração paga via mecanismos mais obscuros e alheios ao controle dos acionistas. Entre eles estão planos de pensão excessivamente generosos, pacotes de desligamento fora da realidade do mercado, discricionariedade para realizar projetos de investimento, e diversos dos chamados *perks* corporativos (Kuhnen e Zwiebel 2008, Bebchuk e Fried 2004).

Independente de uma visão ou de outra estar certa, na prática, é necessário se construir uma estrutura de compensação que alinhe os interesses dos agentes com o principal de maneira eficiente. Isso envolve também estudar os custos embutidos na concessão de opções, que muitas vezes são esquecidos (Hall e Murphy 2003).

A partir de Jensen e Meckling (1976), programas de remuneração com opções de ações foram vistos como suficientes para garantir que os agentes tomassem decisões que fossem maximizadoras de valor para firma. Entretanto, a literatura atual demonstra que diversas outras medidas são necessárias para de fato alinhar não só as decisões dos executivos com os interesses dos acionistas, mas também os seus *payoffs*.

Da maneira como a maioria dos programas de remuneração variável está formulada, as opções cedidas geralmente podem ser exercidas ao longo de alguns anos após sua concessão. O exercício das mesmas quase sempre está sujeito a algumas condições básicas como a permanência na firma e que não se tenha cometido nenhuma fraude, mas uma vez exercidas os executivos tem a liberdade para vender suas ações como quiserem (Fried 1998).

Regular a venda de ações por executivos é um dos pontos essenciais para eficácia desses programas e algo que ainda não foi implementado de maneira adequada. Entre outras das regulações desejadas, estão restrições quanto ao timing da venda, divulgação de negociação antes do fato e venda por preço médio futuro (Bebchuk e Fried 2010).

Outra característica necessária para que um sistema de remuneração seja ótimo é uma limitação para reprecificação dos preços de exercício das opções. As evidências empíricas mostram que isso é bem mais comum quando há uma queda no preço das ações em bolsa do que quando há uma alta inesperada (Brenner et al 1998).

Por último, mas não menos importante é entender a qual preço de exercício devem ser concedidas as opções. A literatura não é extensa nessa área, mas é claro que a prática usual de conceder opções em sua grande maioria *at-the-money* não é adequada. Firmas em estágios diferentes de maturidade provavelmente deveriam conceder opções com preços de exercício distintos (Bebchuk e Fried 2010). Como disse Warren Buffett, “these plans are really a royalty on the passage of time”

Motivação:

A motivação desse projeto surgiu de uma série de acontecimentos ao longo dos últimos anos aonde os executivos das empresas observadas foram claramente remunerados muito além do que poderia ser justificado pela criação de valor nas suas companhias no longo prazo.

O caso recente mais óbvio é o dos bancos originadores de hipotecas nos EUA. Os seus executivos eram remunerados pelo volume financeiro de hipotecas emitidas sem qualquer cláusula de claw back para os bônus pagos. Esse de fato é um problema generalizado na indústria financeira, e isso ficou evidente na crise. Naturalmente, após ficar claro para os reguladores que o sistema de remuneração padrão da indústria estava desenhado de maneira inadequada, foram tomadas uma série de medidas para coibir o pagamento de bônus em dinheiro. Não faz parte do escopo desse trabalho entender se essas medidas vão ser efetivas, mas é interessante observar a velocidade que os reguladores começaram a buscar soluções uma vez que ficou claro que havia um problema.

Outro caso recente que motivou esse projeto foi fraquíssimo desempenho das empresas do chamado grupo X após o lançamento de suas ações no mercado aberto. A princípio, o plano de negócios das empresas do grupo parecia muito bem desenhado, mas ficou claro com o passar do tempo que esse na verdade não era o caso.

O primeiro objetivo era atrair capital humano de grande capacidade, que em teoria estaria preso em estruturas corporativas antiquadas em que não poderiam ser remunerados pelo desempenho. Para isso, os executivos receberiam ações e opções de ações das respectivas companhias e poderiam compartilhar de seu sucesso. Com grande fanfarra, os executivos deixaram as, de fato não muito eficientes, grandes empresas de mineração, eletricidade e principalmente de petróleo.

A segunda etapa do plano era levantar recursos de terceiros, já que os investimentos planejados muito excediam a capacidade de financiamento do controlador. Como todas eram pré-operacionais, as empresas precisavam de confiança dos investidores, uma vez que levaria algum tempo até que se pudesse ver os resultados dos seus investimentos. O mercado, talvez por acreditar que todos os

sistemas de remuneração variável são efetivos, mostrou grande apetite pelas ações. A final, se grandes executivos deixaram a estabilidade de seus empregos, os projetos deviam de fato ser muito rentáveis.

Hoje, alguns anos depois dos lançamentos das ações, pode ser ver o resultado dos sistemas de remuneração mal desenhados. Não que se sabia que os projetos não eram rentáveis, a verdade é que empresas pré-operacionais de fato estão sujeitas a muitas incertezas. O que não era claro, é que muitos executivos poderiam vender suas ações antes da empresa se tornar rentável ou pelo menos apresentar um plano de negócios viável.

Obviamente o caso das empresas X terá consequências para qualquer empresa que tentar levantar capital por emissão de ações antes de ser tornar rentável, e provavelmente fechou a porta do mercado de capitais para empresas pré-operacionais por um tempo.

Estabelecer políticas de remuneração que alinham o interesse dos executivos com os dos acionistas no longo prazo ficou ainda mais importante para mitigar esse tipo de problema. Políticas de remuneração variável diferem muito umas das outras e não podem ser vistas como uma bala de prata independente de seu desenho.

Revisão da Literatura:

A literatura sobre políticas de remuneração é vasta, mas no capítulo que segue discorrerei apenas sobre os papers que são mais pertinentes aos objetivos principais dessa pesquisa. Isto é, entender como se constrói um mecanismo adequado de remuneração, seus problemas de agência, e o que está errado nos mecanismos observados no mercado atualmente.

Existem duas visões bastante distintas de quais são as condições sob as quais os contratos de remuneração de executivos são negociados.

A visão mais tradicional do assunto, abordada por diversos economistas, por exemplo, Holmstrom (1979), Mirlees (1976), ou Falato e Kadyrzhanova (2007) é que os contratos são negociados em condições normais de mercado, com o conselho buscando maximizar o valor agregado para os acionistas. Isso mitiga de maneira eficiente os problemas de agência e não deixa espaço para extração de renda por parte dos executivos. Essa hipótese é conhecida como *Optimal Contracting*.

Um grande defensor dessa visão é Steven Kaplan, professor da Universidade de Chicago. Em seu paper, “*Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges*”, ele desafia várias das percepções negativas sobre a remuneração de executivos nos Estados Unidos.

Uma visão muito comum é a de que os executivos das grandes empresas tiveram um aumento relevante na sua compensação ao longo do tempo. Kaplan demonstra que apesar de um grande aumento na remuneração dos executivos em relação à renda dos outros maiores pagadores de impostos nos anos 90, essa razão vem caindo desde o ano 2000. Ele também mostra que a fração do pagamento dos executivos em relação ao valor de mercado das firmas é similar hoje ao que era nos anos 70 e menor do que era nos anos 60.

Outro ponto importante abordado por Kaplan é o de que os executivos não tem sua remuneração atrelada suficientemente ao desempenho das empresas, uma característica desejada para mitigar os problemas de agência. No estudo de Kaplan, as ações das empresas que melhor pagaram seus CEOs haviam tido na média um

desempenho 60% melhor do que as suas de respectivas indústrias nos últimos três anos. Resta saber como foi o desempenho dali para frente, o que não é discutido no paper.

O paper também aborda a frequente crítica de que os conselhos não estão fazendo direito o trabalho de substituir executivos que não tiveram um desempenho adequado. De acordo com Kaplan e Milton (2012), hoje cerca de um em cada seis CEOs das “Fortune 500” perdem seus empregos por ano contra um em cada dez nos anos 70, o que corroboraria com a tese de que os conselhos penalizam os executivos por um trabalho mal feito.

A visão alternativa do assunto é conhecida como *Managerial Power Approach* e foi elaborada por Lucien Bebchuk e Jesse Fried em seu livro “*Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*” e em alguns outros papers seminais como “*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*”. Para eles, a hipótese de *Optimal Contracting* não é condizente com grande parte dos arranjos de pagamento observados na realidade, o que comprovaria que os executivos conseguem extrair renda ao negociar seus contratos de remuneração. Esse problema seria originado, entre outras coisas, pela influência que os CEOs têm sobre a indicação dos conselheiros e pelo fato que as forças de mercado não são fortes o suficiente para garantir que os contratos praticados sejam justos. Como evidência disso, eles mostram algumas práticas comuns que só seriam compreensíveis através da lente do *Managerial Power Approach*. Entre elas, estão a relação negativa entre o número de conselheiros independentes na empresa e a remuneração do executivo e também os *Golden Parachutes*, gordos pacotes de aposentadoria que muitas vezes não estão nem no contrato do executivo, mas são dados como prêmio pelo trabalho feito.

É importante frisar que Bebchuk e Fried não descartam completamente a teoria de *Optimal Contracting*, mas argumentam que as políticas de remuneração praticadas predominantemente no mercado não podem ser explicadas unicamente por um mecanismo de negociação em que o conselho sempre prioriza os interesses do acionista ou então é constringido pelas forças de mercado.

A segunda parte dessa revisão buscará entender algumas melhoras triviais nos mecanismos padrão de remuneração já abordadas na literatura, mas pouco implementadas na prática.

Pode se dizer que o objetivo fundamental da formulação de um plano de remuneração por ações ou opções de ações é alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas. Para tanto, é necessário que por construção os *payoffs* de ambos estejam estreitamente interligados. De uma maneira mais simples, o executivo deve receber mais quando consegue gerar mais valor para o acionista. Entretanto, diversas práticas comuns observadas hoje no mercado não se contribuem para esse objetivo.

Uma parte dos contratos de remuneração variável a qual se dá muito pouca atenção é a maneira que os executivos podem se desfazer de suas ações. Apesar da grande maioria dos contratos possuírem um prazo mínimo para o exercício das opções e venda das ações, são poucas as restrições além dessas. A liberdade no *timing* da venda abre espaço para os executivos se beneficiarem de informações privilegiadas para escolher o momento ideal de se desfazer das ações ou até de manipular os resultados da empresa para maximizar seu ganho.

Bebchuk e Fried (2010), Bebchuk e Fried (2005), Fried (1998), e Fried (2006) apresentam uma série de possíveis atenuantes para esse problema.

Executivos devem, por exemplo, divulgar que vão vender suas ações de antemão e não depois de já terem o feito. Isso daria tempo ao mercado para investigar se algo de material estava para acontecer e qual posicionamento tomar dado isso.

Outro atributo essencial para reduzir os possíveis ganhos com o *timing* da venda pelo executivo é a venda por preço médio. Nesse caso, o executivo avisa que vai vender suas ações e o preço que ele recebe é o médio dos próximos seis ou doze meses. Ganhos ou perdas do preço realizado de venda em relação ao preço médio seriam atribuídos à empresa.

Os autores também sugerem que sejam impostas restrições às transações de derivativos e hedge que protejam os executivos de uma desvalorização no valor da ação. A justificativa usual é que os hedges são montados para diversificar o patrimônio dos executivos, mas mesmo que isso seja verdade, esse tipo de transação interfere com o

objetivo principal da remuneração variável. Existe um motivo pelo qual a companhia deu uma bonificação em opções ou ações e não em dinheiro.

Bebchuck et al (2002) aborda uma série de outras características indesejáveis dos contratos de remuneração variável usuais e o que pode ser feito para melhorá-los.

A remuneração por opções premia o executivo por um aumento no preço da ação mesmo que ele não seja responsável por esse aumento. Um exemplo é quando existe uma grande alta no mercado em geral e as opções passam a valer mais mesmo que nada nas operações da empresa tenha mudado. Uma possível solução para isso seria indexar as opções em um índice das outras ações da indústria ou em uma *commodity* quando aplicável para filtrar as altas que são realmente atribuíveis à gestão da empresa das altas que apenas acompanharam o mercado acionário como um todo.

Por último, deve se construir contratos com limitações para a reprecificação das opções. O executivo não deve ser penalizado por uma queda geral no mercado acionário, mas suas opções não devem ser reprecificadas toda vez que isso acontece. O motivo é que na maioria das vezes as quedas são temporárias. Bebchuk chama a atenção para o fato de essas reprecificações acontecerem frequentemente após quedas nos índices de ações, mas raramente após grandes altas. Outra vez, opções indexadas parecem ser uma solução eficaz para esse problema.

O custo da remuneração por opções:

Durante muitos anos o custo de se emitir opções não foi explicitado nas demonstrações de resultado das empresas. Isso porque da maneira como as normas contábeis eram aplicadas, não era necessário que as opções fossem levadas ao resultado como despesas.

Talvez por isso se prestasse pouca atenção no custo real de emitir opções. Hoje em dia, com a atualização das práticas contábeis, as empresas devem contabilizar no resultado as opções emitidas pelo seu valor justo. Essa mudança é um progresso, já que é bastante óbvio que a remuneração de executivos e funcionários por opções mesmo que mais difícil de contabilizar deve ser considerada como despesa.

O objetivo neste capítulo, entretanto, é um pouco mais audacioso. Com algumas proposições simples é possível se mostrar que o custo econômico para a firma emitir uma opção é maior do que o benefício obtido pelo executivo ou funcionário que a recebe. Assim, a prática generalizada de se remunerar com opções é necessariamente mais custosa do que remunerar com salários fixos, por exemplo. Não é preciso se aprofundar muito nos detalhes da precificação de opções, mas sim mostrar que algumas das suposições básicas desses modelos não representam com acurácia as condições de mercado em que os agentes que recebem essas opções estão vivendo.

Usaremos aqui como exemplo o modelo mais difundido de precificação de opções, que foi desenvolvido por Fisher Black, Myron Scholes e Robert Merton na década de 70. O modelo de Black-Scholes-Merton faz algumas simplificações sobre o comportamento dos retornos de um ativo e sobre o mercado em que ele é negociado que não se aplicam a realidade de um executivo recebendo opções como remuneração. Portanto, essa opção tem necessariamente um valor inferior para esse indivíduo (Jensen et al 2004).

Seguem abaixo as principais suposições (simplificadas) do modelo de precificação de opções:

Sobre o ativo:

- O preço do ativo se move de maneira contínua com o comportamento de passeio aleatório
- O retorno de um ativo sem risco é constante e chamado de retorno sem risco

Sobre o mercado do ativo:

- Os investidores são diversificados e neutros ao risco
- É possível comprar e vender qualquer quantidade do ativo a qualquer momento e sem custo
- É possível tomar dinheiro emprestado ou emprestar dinheiro a qualquer momento na taxa livre de risco

Se essas suposições fossem válidas, os executivos que recebem opções como remuneração deveriam atribuir um valor a elas igual ao seu valor justo. O problema é que várias dessas suposições são violadas nessa situação (Canyon 2006), fazendo com que o valor atribuído a uma opção pelo executivo seja menor que o seu custo de emissão.

Primeiro, a maior parte das opções recebidas em planos de remuneração variável tem algum tipo de *lock-up*, impossibilitando que elas sejam livremente negociadas. Segundo, muitas vezes os agentes não são diversificados, concentrando muito de sua riqueza nessas mesmas opções sem possibilidade de fazer algum hedge. Por último e mais importante, os agentes não são neutros, mas sim avessos ao risco.

Aceitando apenas este último argumento pode se demonstrar porque é necessariamente mais custoso para uma firma remunerar com opções de ações ou de

maneira mais geral, com qualquer mecanismo que tenha um *payoff* variável. Isso porque o equivalente certeza de um *payoff* incerto é maior do que seu valor esperado para um agente neutro ao risco. De maneira simples, ele precisa receber mais em termos de valor esperado já que o seu *payoff* é incerto.

Este de fato é o cerne dos argumentos contra a grande difusão dos mecanismos de remuneração variável. Mesmo que se aceite que eles têm um papel importante para mitigar os problemas de agente-principal, o que já não é uma proposição trivial, o custo de se remunerar com opções irá muitas vezes dominar esse efeito fazendo com que o modelo seja perdedor.

Supondo um modelo de utilidade e equivalente certeza em que:

W é o *payoff* de uma opção que paga 100 com probabilidade π e 50 com probabilidade $(1 - \pi)$

$U_k = \ln(W)$ é a utilidade do agente avesso ao risco

$$\pi = 50\%$$

$$E(W) = \pi * 100 + (1 - \pi) * 50 = 75$$

Prova:

$$(1) U(\text{Equivalente Certeza}) = U(W)$$

$$(2) \ln(\text{Equivalente Certeza}) = 0,5 * \ln(100) + 0,5 * \ln(50)$$

$$(3) \ln(EC) = 4,26$$

$$(4) EC = 70,81 < E(W) = 75$$

O agente tem uma utilidade menor do que o valor esperado por causa do efeito da incerteza.

Melhoras pontuais nos contratos de remuneração por opções padrão:

Os contratos de remuneração por opções de executivos praticados pela esmagadora maioria das empresas de capital aberto, nacionais ou não, são muito distantes do que a literatura econômica tem como ideal. Como regra geral, as empresas concedem opções de ações aos executivos que julgam ser mais importantes e dão um prazo mínimo para que elas possam ser vendidas. Raramente existem outras restrições quanto à negociação dessas opções.

Naturalmente, a implementação no mundo real de um contrato que pode ser caracterizado como ótimo é praticamente impossível. Entretanto, são inúmeras as mudanças triviais que podem ser feitas aos contratos de remuneração padrão que teriam um impacto positivo relevante.

Existem quatro aspectos mais importantes para os quais se deve prestar atenção ao montar um mecanismo de remuneração variável:

- I. Regras para o timing da concessão das opções
- II. Como remunerar apenas ganhos específicos à firma?
- III. Limitações ao uso de derivativos
- IV. Restrições para venda de ações

I. Regras para o timing da concessão das opções (Bebchuck e Fried 2002; Bebchuck e Fried 2010)

A literatura é rica em mecanismos que tentam evitar ganhos indevidos na venda e exercício das opções, mas pouco foi escrito quanto ao *timing* em que elas são concedidas. Na prática, existem diversos potenciais problemas quando um executivo tem alguma liberdade para escolher o *timing* da outorga de suas opções.

Primeiro, eles tem o incentivo de fazer o que é chamado de *springloading*. Isto é, tentar receber suas opções logo antes da companhia divulgar alguma notícia que irá aumentar o preço da ação. Nesse caso a solução é simples. Basta fazer com que o timing da outorga não seja discricionário.

Com as datas da outorga de opções fixadas, no entanto, surge outro problema. Os executivos agora teriam o incentivo de tentar abaixar o preço das ações antes de receberem suas opções. Não que isso seja simples, mas todos os participantes do mercado sabem o que um *guidance* um pouco mais pessimista pode fazer com o preço da ação. Aboody e Kasznik (2000) inclusive mostram que as companhias são mais propícias a divulgar notícias ruins que boas antes de distribuírem opções. Uma solução para isso é fazer com que o preço de outorga não seja definido pela cotação na data da outorga. Uma média dos três meses anteriores e futuros a data de outorga seria mais adequada.

II. Como remunerar apenas ganhos específicos à firma? (Bebchuk e Fried 2003)

Os críticos das políticas remuneração com opções argumentam, com razão, que da maneira como esses mecanismos são desenhados, as empresas muitas vezes estão pagando seus executivos não por um bom trabalho de gestão, mas por oscilações no mercado acionário e pela passagem do tempo.

O motivo é muito simples. Primeiro, existe um fator exógeno muito grande na precificação das empresas abertas. Isto é, variáveis macroeconômicas alheias ao controle da empresa são determinantes para o preço de ação. Portanto, conceder uma opção com um preço de exercício fixo certamente vai gerar ganhos ou perdas descorrelacionados dos resultados operacionais da empresa, o que não é desejável.

O argumento da passagem do tempo é um pouco mais fraco. Apesar de o mercado acionário ter um *drift* positivo por diversos motivos (e.g. inflação e crescimento econômico), o valor justo de uma opção cai com o passar do tempo tudo o mais constante. Por isso, o efeito líquido não é tão claro.

A solução para conseguir remunerar apenas ganhos específicos à firma é tentar expurgar os efeitos fora de seu controle das variações de preço das ações. Reprecificar as opções após oscilações muito grandes nos índices de ações seria uma solução simples, mas não funciona na prática. Brenner, Sundaram e Yermack (2000) mostraram que essas reprecificações só acontecem após uma grande queda nos preços, mas nunca após uma grande alta.

A indexação do preço de exercício das opções em algum índice é uma solução bastante inteligente, mas a sua implementação é complexa. Indexar as opções em um índice de ações completamente heterogêneo seria o ideal para expurgar as variáveis que afetam todas as empresas de modo similar (e.g. taxa de juros). O problema é que são deixadas de lado variáveis que podem ser bem mais importantes para o setor da empresa em questão. Para uma empresa de *commodities*, por exemplo, o preço da *commodity* tem certamente um impacto maior nos resultados do que a taxa de juros ou o PIB doméstico. O mesmo raciocínio vale para uma empresa exportadora, que seria mais afetada pelo câmbio que outras focadas no mercado local.

Um índice setorial resolve parte dos problemas acima, mas também pode não ser desejável em diversas situações. Em alguns setores é difícil se encontrar empresas semelhantes o suficiente para essas comparações serem válidas. O estágio de maturidade ou o potencial de melhora de uma firma também pode não ser condizente com as outras do setor.

Ainda assim, essas sutilezas de maneira nenhuma desqualificam a indexação das opções, mas é preciso atenção às especificidades de cada empresa ao desenhar um índice ideal. Como era de se esperar, não existe uma política que se encaixa a todos.

Uma solução alternativa envolve condicionar o exercício das opções a métricas de desempenho operacional. São diversas as métricas de criação de valor contábil ou econômico possíveis, mas esse método também não conseguirá expurgar as variações específicas do setor, mas alheias à empresa.

III. Limitações ao uso de derivativos

Não é prática comum das firmas restringirem o uso de derivativos para *hedge* por parte dos seus executivos (Schwab e Thomas 2005). Entretanto, Bebchuck e Fried (2005) mostraram que a ausência dessa restrição enfraquece tremendamente os incentivos originados com o pagamento via *equity*. Dado que é um mecanismo tão fácil de ser implementado, isso corrobora com a visão menos benéfica das negociações contratuais.

Dois razões podem levar um executivo a fazer um *hedge* do seu *equity*. Primeiro, ele pode ter alguma informação confidencial ou controle sobre a divulgação de informações que podem afetar negativamente o preço da ação. Segundo, ele pode legitimamente querer diversificar o seu portfólio. Por motivos óbvios a primeira razão não justifica a não proibição dos *hedges*. Entretanto, Bebchuck e Fried mostram que a segunda razão, que muitas vezes é defendida por acadêmicos e profissionais do mercado, também não é razoável.

Mesmo que o *hedge* tenha sido construído com o intuito de diversificação de portfólio, ele tem o efeito de fixar o *payoff* do executivo enquanto o dos acionistas continua incerto. Uma firma pode sempre optar por uma política de remuneração totalmente fixa e sem o custo do *hedge*. A beleza de um mecanismo de remuneração variável bem desenhado é que ele mitiga os problemas de agência. Fixando o *payoff* do agente independente de suas ações corrige isso.

IV. Restrições para a venda de ações

Assim como restrições quanto ao uso de derivativos, algumas restrições para venda de ações são fáceis de serem implementadas e minoram muito as assimetrias de informação acerca as transações por parte de executivos e outros *insiders*.

É natural que um executivo de uma firma tenha acesso a informações que não são públicas. Como consequência, pela regulação usual do mercado de capitais ele está restrito a negociar as ações dessa empresa. Entretanto, quando ele se desfaz de ações que recebeu como pagamento, em muitas vezes a legislação não se aplica. Obviamente nem todas as vendas de ações por *insiders* sinalizam alguma coisa, mas uma melhora trivial é obrigar em contrato que suas vendas sejam anunciadas previamente ao mercado (Bebchuk e Fried 2005). Isso não é uma solução perfeita, mas diminui possíveis ganhos com a negociação com informações privilegiadas.

Outra forma trivial de diminuir esses ganhos é fazer com que o preço de venda seja a média de três anos para frente (Bebchuk e Fried 2005). A implementação é simples. Após o anúncio da venda, as ações podem ser vendidas imediatamente, mas o valor que o é recebido de fato vai sendo ajustado com as novas cotações. Ao final do período, a empresa deverá um montante caso as ações subam ou receberá de volta um pedaço caso caiam.

Remuneração do Banco BTG Pactual:

A política de remuneração do funcionário mediano pouco difere das de outros bancos de investimento locais. O componente fixo, de salário e benefícios é abaixo da média, mas isso se equilibra com o componente variável da remuneração. Em teoria, essa parcela de remuneração variável eleva o montante total dos mais merecedores para acima da média do mercado. Assim como em outras instituições, a decisão do montante variável tem grande um componente qualitativo e depende do cumprimento de metas individuais e da empresa como um todo. Não cabe destacar nenhuma política especial do banco nesse aspecto.

A parte única da política de remuneração do banco é modelo de *partnership* que foi criado. A prática de oferecer sociedade aos colaboradores que mais se destacam não é original do BTG ou mesmo do antigo Banco Pactual. Diversas empresas menores e outras instituições financeiras de capital fechado adotam essa prática como forma de motivar os colaboradores. É uma maneira de alinhar os *payoffs* dos colaboradores chave e dividir potenciais ganhos sem ter que desembolsar caixa.

Essa política funciona bem para empresas de capital fechado, mas uma vez que o capital é aberto, esses colaboradores estão livres para venderem suas participações no mercado. A diferença do caso do BTG é que desenvolveram uma maneira de fazer com que esse modelo funcione mesmo depois de abrirem o capital.

O desenho do mecanismo é muito simples. Toda transação que é feita envolvendo ações da *partnership* é realizada pelo valor patrimonial e não pelo valor de mercado. Além disso, as ações só podem ser transferidas para outros sócios exceto em ocasiões muito específicas. Isso resolve uma série dos problemas das políticas de remuneração padrão que já foram aqui discutidas, além de ter alguns outros benefícios embutidos.

Primeiro, com as ações sendo negociadas a mais de três vezes o valor patrimonial, os novos elegíveis a entrada na sociedade tem a compra das ações subsidiada o que é desejável em uma meritocracia. Segundo, vários dos problemas originados da falta de regras para venda de ações são resolvidos. O sócio não consegue se aproveitar de condições de maior euforia de mercado para vender suas ações. Além

disso, diminuem muito as outras assimetrias de informação na transação, já que os compradores também estão envolvidos no dia a dia da empresa tanto quanto ele. Por último, o mecanismo implica que o sócio só será remunerado pelo crescimento do patrimônio líquido contábil da empresa, que funciona como uma *proxy* para geração de valor para o acionista.

Pode se discutir se o crescimento do patrimônio líquido é uma métrica ideal para se quantificar a gestão de uma empresa, mas com exceção de uma fraude, ele é certamente menos sujeito a oscilações que independem das condições econômicas da empresa que o preço das ações. Em outras palavras, mudanças no patrimônio líquido refletem melhor o *economics* de um banco que mudanças nas cotações das ações. Warren Buffett, por exemplo, usa esta mesma métrica para medir o desempenho da Berkshire Hathaway.

Outro ponto importante da *partnership* do BTG é que as participações são revistas no mínimo anualmente, de maneira a melhor refletir o desempenho de cada sócio.

Remuneração das empresas do Grupo EBX:

A história das empresas do Grupo EBX é conhecida não só pelos participantes do mercado de capitais, mas também por grande parte da população brasileira. A rápida ascensão e o declínio ainda mais brusco das empresas do grupo podem ser sintetizados brevemente.

Com a expectativa de desenvolver um portfólio de projetos que iam de recursos naturais à logística e infraestrutura, o Grupo EBX, liderado por Eike Batista, abriu o capital de diversas das suas subsidiárias, captando recursos da ordem de alguns bilhões de reais. É certo que o grupo aproveitou-se de um momento propício no mercado de capitais e de uma maior euforia com o potencial de crescimento do país, mas não é o objetivo desse texto julgar a avaliação das empresas cujo capital foi aberto ou a viabilidade dos projetos prometidos.

A parte mais interessante dessa história é entender como funcionou o mecanismo que permitiu que diversos dos executivos pudessem ganhar tanto com suas ações sem que houvesse uma contrapartida de geração de valor no longo prazo. A beleza do sistema de preços é que ele remunera aqueles que conseguem criar algum produto novo ou prestar algum serviço melhor, de uma maneira diferente. Em uma situação aonde a remuneração é completamente desconectada do benefício criado, existe um problema. Obviamente nem todos aqueles que são recompensados pelo sistema de preços são merecedores, mas no caso dos executivos do Grupo EBX, isso foi gritante.

De novo, também não é objetivo desse texto julgar as ações individuais de cada executivo, até porque eles agiram dentro das regulações do mercado de capitais, mas sim entender a política de remuneração que tornou isso possível.

As empresas do Grupo EBX conseguiram atrair muitos dos mais renomados profissionais dos setores aonde atuavam com a promessa de uma estrutura mais eficiente e uma remuneração mais condizente com as suas responsabilidades e desempenho. Fala-se muito do grupo que deixou a Petrobrás para a OGX com o argumento de que era uma estatal ineficiente, mas isso foi igualmente verdade para outras empresas privadas de maior porte.

Os egressos receberiam ações e opções de ações e seus *payoffs* estariam alinhados com o desempenho da empresa que ajudariam a construir. A preferência pela remuneração com ações e opções era compatível com o estágio pré-operacional das empresas e por isso perfeitamente compreensível.

O grande erro no desenho desse mecanismo foi exposto com a abertura de capital das empresas. Nenhuma das ações dos executivos foi vendida nas ofertas públicas, até porque todas eram exclusivamente primárias, mas com o passar do tempo à falta de restrições para a venda se mostrou um problema.

Aos poucos e pelos mais variados motivos, diversos dos executivos foram deixando seus cargos antes de concluírem os projetos que se comprometeram a entregar. Ainda assim, não havia nenhuma restrição para que eles vendessem suas ações. Em um mercado perfeitamente eficiente, não haveria problema algum, mas a assimetria de informações é enorme nessa situação. Vale lembrar que com exceção da saída de alguns executivos da parte de exploração da OGX, em nenhum momento houve alguma indicação que havia problemas operacionais nas empresas.

Não acredito que a lição aqui seja de que houve uma falha sistemática na divulgação de informações por parte das empresas, até porque é papel dos compradores das ações estudar os riscos do investimento. O importante é entender que é preciso se criar mecanismos adequados de alinhamento de interesses. A ideia incorreta de que o pagamento via ações e opções de ações é uma solução perfeita para os problemas de agência não é nova, mas a compreensão tem sido penosa para os investidores.

Como evitar que isso aconteça de novo?

Algumas práticas simples poderiam ter minorado essa falha no desenho do mecanismo de remuneração do Grupo X. Por exemplo, a venda por preço médio futuro explicada anteriormente. Como nesse caso na maioria das vezes as ações despencaram nos meses após a saída dos executivos, o preço médio realizado por eles seria bem menor.

Entretanto, em uma situação em que as ações não caíssem por algum tempo, essa solução seria inadequada.

Nesse caso específico ou para empresas *greenfield* em geral, uma *proxy* de criação de valor de longo prazo como gatilho para autorizar a venda seria mais adequada. São muitas as opções nessa linha, mas a geração de fluxo de caixa operacional por cinco anos consecutivos funcionaria bem.

Conclusão:

A literatura econômica atual sobre mecanismos de remuneração apresenta duas linhas de pensamento incompatíveis. A primeira e mais tradicional, desenvolvida por Holmstrom (1979) e Mirlees (1976), entre outros e reforçada recentemente por Kaplan (2008) argumenta que os contratos são barganhados em condições normais de mercado, resultado em mecanismos de remuneração ótimos. A segunda e mais recente, desenvolvida originalmente por Bebchuk e Fried (2003), questiona o pilar fundamental da primeira. A nova teoria mostra diversos aspectos rentistas dos contratos praticados usualmente, que não seriam compatíveis com um ambiente competitivo de negociação.

Não foi o objetivo desse estudo provar uma das duas teorias como corretas, mas fica claro que mecanismos não condizentes com a literatura tradicional são amplamente disseminados.

Dito isso, diversas melhoras triviais podem ser aplicadas aos contratos de remuneração padrão para aproximá-los de um contrato ótimo.

Outra incongruência estudada foi à prática comum de se remunerar com opções, independente do grau de responsabilidade do agente. Esse método será sempre mais custoso quando se trata de um agente avesso ao risco e não diversificado.

Por último, foram estudados dois casos recentes em que as políticas de remuneração por motivos opostos se destacaram. No caso da BTG, foi desenvolvido um modelo de remuneração que premia a geração econômica de valor independente do valor de mercado. No Grupo EBX observou-se o contrário, com um mecanismo que permitia que oscilações no valor de mercado dominassem a criação de valor econômico na remuneração dos executivos.

Referências Bibliográficas:

Aboody, David, and Ron Kasznik. "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting & Economics*, Vol 29, No 1, February 2000 (2000):

Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, e Holger Spamann. "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008." *John M. Olin Discussion Paper* (2009)

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "Executive Compensation as an Agency Problem." *Journal of Economic Perspectives* (2003): 71-92.

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage." *Journal of Corporation Law* 30 (2005): 807-22.

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "How to Tie Equity Compensation to Long-Term Results." *Journal of Applied Corporate Finance* 22.1 (2010): 99-106.

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "Pay Without Performance." *Journal of Applied Corporate Finance* 17.4 (2005):

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "Paying For Long-Term Performance." *University of Pennsylvania Law Review* 158 (2010): 1915-959.

Bebchuk, Lucian A., e Jesse M. Fried. "Taming the Stock Option Game." *Project Syndicate*. N.p., Nov. 2009.

Bebchuk, Lucian A., e Michael S. Weisbach. "The State of Corporate Governance Research." *Fisher College Of Business Working Paper Series* (2009):

Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried, e David I. Walker. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." *NBER Working Paper 9068* (2002):

Brenner, Menachem, Rangarajan K. Sudaram, e David Yermack. "Altering the Terms of Executive Stock Options." *New York University, Center for Law and Business, Working Paper No. 98-001* (1998):

Core, John E., Wayne R. Guay, e David F. Larcker. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." *FRBNY Economic Policy Review* (2003):

Falato, Antonio, and Dalida Kadyrzhanova. "Optimal CEO Incentives and Industry Dynamics." *FEDS Working Papers* (2007)

Faulkender, Michael, Dalida Kadyrzhanova, N. Prabhala, e Lemma Senbet. "Executive Compensation: An Overview of Research on Corporate Practices and Proposed Reforms." *Journal of Applied Corporate Finance* (2012): 107-18.

Fried, Jesse. "Advance Disclosure of Managers' Stock Trades: A Proposal to Improve Executive Compensation." *The Economists' Voice* 3.8 (2006):

Fried, Jesse M. "Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure." *Southern California Law Review* 71 (1998): 303-92.

Fried, Jesse M. "Share Repurchases, Equity Issuances, and the Optimal Design of Executive Pay." *Texas Law Review* 89.5 (2011):

Formulário de Referência BTG Pactual (2013)

Hall, Brian J., e Kevin J. Murphy. "The Trouble With Stock Options." *NBER Working Paper 9784* (2003):

Holmstrom, Bengt. "Moral Hazard and Observability." *The Bell Journal of Economics* 10.1 (1979): 74-91.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3.4 (1976): 305-60

Jensen, Michael C., e Kevin J. Murphy. "CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How." *Harvard Business Review* May-June (1990): 138-53.

Kaplan, Steven N. "Are US CEOs Overpaid?" *Academy Of Management Perspectives* 22.3 (2008): 28-34.

Kaplan, Steven N. "Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges." *Chicago Booth Working Paper No. 12-42* (2012):

Kuhnen, Camelia M., and Jeffrey Zwiebel. "Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment." *Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 16* (2008)

Mirrlees, James, "The Optimal Structure of Incentives and Authority Within an Organization", *The Bell Journal of Economics* , 105-131 (1976).

Murphy, Kevin J. "Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There." *Handbook of the Economics of Finance* (2012)

Schwab, Stewart J., and Randall S. Thomas. "An Empirical Analysis of CEO Employment Contracts: What Do Top Executives Bargain For?" *Washington and Lee Law Review* 63 (2005): 231.