

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GABRIEL ABREU DA SILVEIRA

A REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

CURITIBA

2021

GABRIEL ABREU DA SILVEIRA

A REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dissertação apresentada ao Programa Profissional de Pós-Graduação em Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Klein

CURITIBA

2021

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)  
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Silveira, Gabriel Abreu da

A remuneração dos executivos na governança corporativa / Gabriel  
Abreu da Silveira. – 2021.

140 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa  
de Pós-Graduação em Economia, do Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas.

Orientador: Vinicius Klein.

Defesa: Curitiba, 2021.

1. Economia. 2. Governança corporativa. 3. Contratos. I. Universidade  
Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de  
Pós-Graduação em Economia. II. Klein, Vinicius. III. Título.

CDD 658.4

## TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **GABRIEL ABREU DA SILVEIRA** intitulada: **A Remuneração dos Executivos na Governança Corporativa**, sob orientação do Prof. Dr. VINICIUS KLEIN, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 01 de Abril de 2021.

Assinatura Eletrônica

05/04/2021 13:59:42.0

VINICIUS KLEIN

Presidente da Banca Examinadora (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

06/04/2021 17:07:08.0

EMERSON LUIS DAL POZZO

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANA- CURITIBA)

Assinatura Eletrônica

05/04/2021 14:44:52.0

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

*“The key reason executives are paid so much now is that they appoint the members of the corporate board that determines their compensation and control many of the perks that board members count on. So it's not the invisible hand of the market that leads to those monumental executive incomes; it's the invisible handshake in the boardroom.”*

Paul Krugman

## RESUMO

Na governança corporativa, o contrato de remuneração executiva é uma estrutura usualmente pensada com fundamento na teoria da agência que objetiva alinhar o perfil de risco do executivo para promover o *shareholder value*. Entretanto, ainda não há um direcionamento claro sobre se existe e qual seria o melhor *design* para o plano de compensação. Nesse sentido, realiza-se uma revisão bibliográfica para esclarecer a posição da literatura a respeito dos principais arranjos compensatórios e analisar os impactos de remunerações fixadas sem atenção aos respectivos contextos empresariais. Observou-se que a divergência sobre os determinantes do pagamento e a dependência dos testes empíricos à variação dos perfis de risco faz com que não se tenha um parecer unânime sobre qual é a melhor configuração da remuneração executiva. Planos elaborados sem atenção a contextos empresariais, como estrutura de propriedade, de capital ou condições particulares dos executivos, podem gerar efeitos indesejados e ineficientes. Além disso, há indicativo de que a globalização não promoverá a convergência da governança para um modelo definitivo que ofereça uma estrutura de controle ideal, de modo que os pagamentos executivos ainda precisam ser pensados em consonância com cada realidade. Considerando que os planos compensatórios são incentivos previstos pela agência, entende-se que há um problema no próprio pressuposto do *shareholder value* como medida da eficiência da remuneração. Nessa perspectiva, as críticas da corrente progressista do direito empresarial e a crescente preocupação dos investidores com padrões de *environmental, social and corporate governance* apontam que existem outros valores importantes na atividade produtiva. Sugere-se que seja admitido o sacrifício eventual do lucro na elaboração do contrato de remuneração executiva, tendo em vista que a empresa contempla a coexistência de múltiplos interesses que devem ser igualmente levados em consideração.

**Palavras-Chave:** contrato de remuneração executiva; governança corporativa; teoria da agência; *shareholder value*.

## ABSTRACT

In corporate governance, the executive compensation contract is a structure usually thought based on the agency theory that aims to align the executive's risk profile to promote shareholder value. However, there is still no clear direction if it exists and what would be the best design for the compensation plan. In this sense, the research makes a bibliographic review to clarify the literature position regarding the main compensatory arrangements and to analyze the impacts of payments fixed without concern for respective business contexts. It was observed that the divergence on the determinants of pay and the empirical tests' dependence on the variation of risk profiles results that there is no unanimous opinion on which is the best configuration of executive compensation. Plans designed without regard to business contexts, such as ownership structure, capital structure or executives' particular conditions, can generate unwanted and inefficient effects. In addition, there is an indication that globalization will not promote the convergence of governance towards a definitive model that offers an ideal control structure, which means that executive pay still need to be thought out in line with each reality. Considering that the compensation plans are incentives provided by the agency, it is understood that there is a problem with the shareholder value assumption itself as a measure of the compensation efficiency. In this perspective, the criticisms of the corporate law progressive view and the growing concern of investors with environmental, social and corporate governance standards point out that there are other important values in the productive activity. It is suggested the acceptance of the eventual profit sacrifice in the executive pay contract drafting, considering that the corporation contemplates the coexistence of multiple interests that must also be taken into account.

**Keywords:** CEO compensation contract; corporate governance; agency theory; shareholder value.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	<b>13</b>
2.1	O SURGIMENTO DA GOVERNANÇA .....	13
2.2	DEFINIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	19
2.3	TEORIAS DA GOVERNANÇA.....	22
2.3.1	Teoria da agência .....	22
2.3.2	Teoria <i>stewardship</i> .....	27
2.3.3	Teoria da dependência dos recursos.....	29
2.3.4	Teoria dos <i>stakeholders</i> .....	31
2.3.5	Síntese teórica da governança corporativa.....	33
2.3.6	Abordagem multi-teórica.....	34
2.4	CRÍTICAS À TEORIA DA AGÊNCIA .....	36
2.4.1	A natureza do homem.....	37
2.4.2	A primazia do acionista.....	38
2.4.3	Falta de comprovação .....	45
<b>3</b>	<b>A GOVERNANÇA CORPORATIVA IDEAL</b> .....	<b>49</b>
3.1	ESTRUTURAS DE CONTROLE EMPRESARIAL .....	49
3.1.1	Concentração de propriedade .....	51
3.1.2	Aquisições <i>hostis</i> .....	52
3.1.3	Delegação de poderes para o conselho .....	54
3.1.4	Contratos de remuneração executiva .....	55
3.1.5	Deveres fiduciários e ações judiciais .....	56
3.2	MODELOS DE GOVERNANÇA .....	57
3.2.1	Modelo anglo-saxão .....	59
3.2.2	Modelo nipo-germânico .....	60
3.3	A SUPOSTA CONVERGÊNCIA À GOVERNANÇA IDEAL .....	60
3.3.1	A superioridade do modelo anglo-saxão.....	62
3.3.2	A persistência das estruturas de governança .....	64
3.3.3	O cenário de <i>backlash</i> da governança .....	65
3.3.4	A interdependência entre as empresas e o ambiente.....	67
3.4	A APLICAÇÃO DA BOA GOVERNANÇA.....	71
<b>4</b>	<b>A DEFINIÇÃO DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA</b> .....	<b>74</b>



4.1	TEORIAS DA REMUNERAÇÃO .....	74
4.1.1	Visão da contratação ideal.....	74
4.1.2	Visão do poder gerencial .....	76
4.2	O CRESCIMENTO DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA .....	77
4.2.1	Explicações sobre a evolução da remuneração .....	83
4.2.2	Aumento da desigualdade de renda .....	87
4.3	O CONTRATO DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA IDEAL .....	90
4.3.1	Ações vs. opções.....	91
4.3.2	Indenização pelo término do contrato .....	98
<b>5</b>	<b>A REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA GOVERNANÇA .....</b>	<b>107</b>
5.1	A DEFINIÇÃO CONTEXTUAL DA REMUNERAÇÃO.....	107
5.1.1	Limitações da remuneração por opções .....	108
5.1.2	Limitações da remuneração pós-emprego.....	111
5.2	EFEITOS DO SHAREHOLDER VALUE NA REMUNERAÇÃO .....	117
<b>6</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>123</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>126</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Ainda no final do século passado, iniciou-se um movimento que previa a convergência dos modelos de governança corporativa. A transformação derivaria do suposto fracasso de certas práticas tidas como inferiores, da provável mudança de grupos de influência para a classe dos acionistas e das pressões exercidas pela competição no mercado globalizado.

Ocorre que as pesquisas de governança explodiram durante o século XXI e ainda se questiona sobre as perspectivas de existir um modelo de governança que ofereça as melhores estruturas de controle. A inquietação dos estudiosos decorre da necessidade de se mitigar os problemas da agência, tidos como as principais fontes de ineficiência organizacional. Com efeito, o conselho de administração, o mercado de controle acionário e os contratos de remuneração celebrados com os executivos continuam sendo objeto de diversos artigos científicos sem que se tenha clareza de quais práticas são mais eficientes.

Particularmente, trabalhos sobre a remuneração executiva indicam caminhos diametralmente opostos em direção à eficiência dos incentivos, o que dificulta a definição do *design* da contratação ideal. Sustenta-se que pelo menos parte da inconsistência acontece pelo fato de as análises deixarem de considerar contextos importantes para definição da remuneração ideal (ou mais eficiente), como seriam, por exemplo, as estruturas de propriedade e de capital.

A proposta do trabalho consiste em realizar uma revisão bibliográfica sobre a remuneração executiva dentro da governança, realçando a posição da literatura em relação aos principais arranjos compensatórios e analisando os possíveis impactos de planos elaborados genericamente. Pontualmente, utiliza-se de dados históricos e também de exemplos dos Estados Unidos e do Brasil para fins de fundamentação dos argumentos apresentados, ainda que o objetivo continue sendo compreender a remuneração executiva sob uma perspectiva teórica sem individualizar nenhuma empresa ou país em particular.

Situa-se o contrato de remuneração como uma estrutura cuja eficiência costuma ser medida pelas lentes da teoria da agência, motivo pelo qual um dos objetivos específicos do trabalho é elucidar as diferentes teorias da governança e os pressupostos que guiam as estruturas de controle. Um segundo objetivo específico do trabalho é analisar as perspectivas de convergência da governança corporativa,

tendo em vista que a adoção generalizada das mesmas estruturas empresariais tornaria viável a elaboração de um plano compensatório único que se apresentasse mais eficiente e fosse universalmente aplicável. Como terceiro objetivo específico, busca-se apresentar as visões consagradas a respeito dos determinantes e também do crescimento da remuneração executiva.

A parte 2 tratará das bases da governança corporativa, abordando desde o contexto do seu surgimento até as diferentes teorias que propõem explicá-la e definir seus objetivos na atividade produtiva. Uma vez que a teoria da agência é usada na fundamentação das estruturas de controle, apresentam-se as críticas mais comuns dos pesquisadores que se opõem à linha teórica.

A parte 3 apresentará apontamentos em relação às principais estruturas de controle das companhias abertas, o que facilitará a compreensão dos modelos centrais de governança praticados no mundo. Complementa-se com a exposição do debate ainda atual sobre as projeções de convergência dos modelos governança para o formato que se prove mais eficiente no tempo.

A parte 4 investigará a definição da remuneração executiva sob a lógica de um incentivo pensado para controle empresarial. São trazidas as principais teorias sobre a remuneração com o objetivo de apresentar a discordância no que toca aos determinantes do pagamento, informações que, na sequência, são importantes para o entendimento do crescimento expressivo das remunerações e sua ligação com a desigualdade de rendas. Ainda nessa parte, apresentam-se os componentes da remuneração executiva mais controvertidos entre os estudiosos para a mitigação dos problemas de agência na companhia.

A parte 5 tem o propósito de elucidar a relevância do contexto da empresa na definição das estruturas de controle, evidenciando algumas das consequências indesejadas da estruturação genérica da remuneração. Para isso, são utilizados os componentes da seção anterior. Conclui-se observando os efeitos potencialmente danosos causados pela influência do *shareholder value* na estruturação do controle, sobretudo em contraste com a concepção de governança corporativa apresentada pela corrente progressista do direito empresarial.

É importante frisar que a infinidade de estudos sobre a governança impede que se verifiquem todas as posições sobre o assunto, não sendo, absolutamente, a intenção do presente trabalho. Embora certamente existam ótimas pesquisas não mencionadas na presente revisão bibliográfica, concentrou-se em apresentar os

estudos que poderiam sintetizar as diferentes correntes de pensamento a respeito da governança e da remuneração dos executivos. Apoia-se fortemente na pesquisa estadunidense pelo pioneirismo do país tanto no estudo da governança corporativa como da definição da remuneração executiva.

## 2 FUNDAMENTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

As companhias, em especial as grandes companhias, são organizadas por um conjunto de estruturas de controle que permitem o gerenciamento profissional dos recursos humanos e financeiros. Quando a empresa em expansão atinge certo nível de maturidade, cria-se, simultaneamente, a necessidade de se separar a propriedade da gestão, o que vem a desencadear preocupações dos acionistas no que diz respeito a possíveis apropriações.<sup>1-2</sup>

Como a empresa é uma comunhão de interesses, na medida em que o número de interessados aumenta, também aumenta a urgência de se sistematizar estruturas organizacionais para criar um ambiente favorável à convivência entre os diversos *stakeholders*. A ideia é garantir que companhia se volte apenas à atividade produtiva e criação de bem-estar, fim que pode ser alcançado por diversos meios, como pelo ajuste da composição do conselho, das classes de ações existentes e da remuneração dos executivos.

Sendo assim, a governança corporativa surgiu como um sistema que visa assegurar a eficiência da gestão e garantir o alinhamento de interesses, obtendo maior reconhecimento em momentos de crise. Uma definição recorrente que obteve grande notoriedade entre os pesquisadores é de que a governança se trata “das formas pelas quais os financiadores das companhias encontram para obterem o retorno de seus investimentos”.<sup>3</sup>

De toda forma, as diversas definições encontradas suscitaram a criação de um tópico próprio para esclarecimento.

### 2.1 O SURGIMENTO DA GOVERNANÇA

Ainda que no livro “*A history of corporate governance around the world: families business groups to professional managers*”, editado por Randall K. Morck, a

---

<sup>1</sup> Juntamente com os avanços tecnológicos, destacam-se as hierarquias administrativas na coordenação do fluxo de recursos como responsáveis pela ascensão da companhia moderna (CHANDLER JR., Alfred D. *The visible hand: the managerial revolution in american business*. Cambridge: The Belknap Press, 1977).

<sup>2</sup> FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, abr. 1980.

<sup>3</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, jun. 1997, p. 737.

análise das empresas se inicie já no século XVII com as formações das companhias East India e Hudson's Bay, só se começou a falar em governança depois da segunda metade do século XX.<sup>4</sup>

Pesquisando a coocorrência de “*corporate*” e “*governance*” em todos os artigos do New York Times entre 1851 e 2002, William Ocasio e John Joseph expõem que a primeira menção a “*corporate governance*” encontrada remonta ao mês de dezembro de 1972. Todavia, considerando que o trabalho mencionava a necessidade de se melhorar a “*corporate governance and discipline*”, os autores anotam que não se pode concluir que o uso foi intencional.<sup>5</sup>

De todo modo, em 1976, em função da analogia entre a governança da democracia e a governança das sociedades, realizou-se a primeira teorização sobre governança corporativa. A obra “*Taming the Giant Corporation*”, de Ralph Nader, Mark Green e Joel Seligman, passou a imagem legal da governança com a eleição de conselheiros pelos acionistas, que eram autorizados a administrar a companhia por meio de delegação de atividades a executivos. Para eles, no entanto, o modelo prescrito não guardava correspondência com a prática da “autocracia corporativa” que era observada, indicando que as companhias eram orientadas por executivos sem controle interno e que tomavam decisões irracionais, apressadas e baseadas em análise inadequada ou interesse próprio.<sup>6</sup>

No mesmo ano, a primeira articulação oficial do conceito aconteceu em uma audiência no Senado dos Estados Unidos, quando Richard M. Cyert expressou que a governança “lida com a relação do conselho de administração com o diretor presidente e com os acionistas da companhia”.<sup>7</sup> O momento importa, em especial porque a falência da Penn Central Railroad e os financiamentos ilegais de campanha relacionados ao escândalo do Watergate causavam insatisfação pelo excesso de poder corporativo e passividade dos conselheiros.

Nesse sentido, incentivada por descobertas de pagamentos ilícitos de grandes empresas do país, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) começou a

---

<sup>4</sup> MORCK, Randall K. *et al.* The rise and fall of the widely held firm. MORCK, Randall K. A history of corporate governance around the world: families business groups to professional managers. The University of Chicago Press: London, 2005, p. 75.

<sup>5</sup> OCASIO, William; JOSEPH, John. Cultural adaptation and institutional change: the evolution of vocabularies of corporate governance, 1972-2003. *Poetics*, v. 33, jun./ago. 2005, p. 166.

<sup>6</sup> NADER, Ralph; GREEN, Mark; SELIGMAN, Joel. *Taming the giant corporation: how the largest corporations control our lives*. Toronto: George J. McLeod, 1976, p. 77.

<sup>7</sup> Ocasio, Joseph. *Op. cit.*, p. 167.

tratar da *accountability* da administração das companhias abertas como parte de sua missão regulatória. A comissão demandou que a bolsa de valores de Nova York emendasse seus requerimentos de listagem exigindo que cada empresa listada mantivesse ativo um comitê de auditoria composto por membros independentes, visando dificultar o oportunismo.

O surgimento da governança, portanto, está vinculado à necessidade de se conter o excesso de poder da administração das companhias. Ganhou ênfase a partir de escândalos corporativos importantes, momento em que o conselho deixou de desempenhar apenas uma função consultiva para também possuir um papel mais ativo de monitoramento dos executivos.<sup>8</sup>

A governança corporativa continuou ganhando espaço ao longo do tempo e servindo como resposta às demandas políticas e econômicas da população, especialmente quando deflagrados colapsos empresariais em virtude de falta de transparência e postura passiva dos conselheiros ou então da corrupção e baixo desempenho dos executivos. Registrou-se uma série de transformações não tão somente no papel do conselho de administração, mas também na prevenção de conflitos de interesse, orientação do negócio e na responsabilidade da companhia perante outros *stakeholders*.

Na década de 1980, pesquisas de *law and economics* abdicaram da excessiva regulação da economia e levaram a análise do direito empresarial para uma orientação mais pró-mercado.<sup>9</sup> Michael C. Jensen e William H. Meckling em “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*” ofereceram uma série de fundamentos sobre as limitações no exercício da discricionariedade na administração pela teorização da relação de agência entre os acionistas e os executivos.

A década foi conhecida como a *deal decade* em razão da crescente das aquisições hostis nos Estados Unidos. O mercado de controle acionário surgiu como fonte de impulsão para a economia do país, sobretudo pelo argumento de que a tomada de controle servia para correção da ineficiência empresarial. Houve à época um aumento da importância dos investidores institucionais, criando uma classe de

---

<sup>8</sup> GORDON, Jeffrey N. The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices. *Stanford Law Review*, v. 59, abr. 2007, p. 1515.

<sup>9</sup> CHEFFINS, Brian R. The history of corporate governance. WRIGHT, Douglas Michael *et al.* (ed.). *The Oxford handbook of corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 46-64.

acionistas focados no *shareholder value* que estava disposta a vender suas ações para adquirentes por um prêmio de mercado. Discordando, executivos recorreram ao conselho de administração e seus membros independentes para proteção contra eventual aquisição hostil, o que foi indispensável para a legitimação dos referidos mecanismos de governança corporativa.<sup>10</sup>

Isso se deu, sobretudo, pela validação das *poison pills* nos Estados Unidos. A Suprema Corte de Delaware compreendeu que a submissão da proposta ao crivo de um conselho composto em maior parte por membros independentes seria suficiente para manutenção da técnica defensiva.<sup>11</sup> Embora o mercado de controle fosse mitigado pela anulação das aquisições hostis, o tribunal entendeu que a decisão de se incluir a cláusula no estatuto teria sido objeto de deliberações justas e desinteressadas em âmbito interno.

Ainda que estivesse consagrada a ideia de que a administração deveria ter por objetivo a maximização da riqueza dos acionistas, o controle externo da eficiência corporativa havia sido reduzido diante da validação das medidas defensivas contra a tomada de controle hostil. Assim, na década de 1990, a nova forma para garantir o *shareholder value* passou a ser a vinculação da compensação ao preço das ações, criando um incentivo para os executivos.

Teve início um movimento de pressão dos investidores institucionais para que se revisasse a lógica do *pay for size* na forma de compensação dos executivos para inclusão do *pay for performance*.<sup>12</sup> Sistematizadas as avaliações, passou a ser comum o emprego de contratos de compensação baseados em opções em ações e a previsão de *severance packages* na rescisão, buscando alinhar os interesses para promover a eficiência da gestão.<sup>13</sup>

No cenário internacional, mudanças econômicas fizeram com que o modelo de gestão das *corporations* estadunidenses deixasse de ser a principal referência. A ameaça das empresas alemãs e japonesas gerou dúvidas sobre o modelo de governança americano, já que a experiência desses países se mostrava superior por ser fundamentada em investimentos de longo prazo. O modelo dos Estados Unidos

---

<sup>10</sup> Gordon, *Op. cit.*, p. 1522.

<sup>11</sup> Cf. “Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.”, “Moran v. Household International, Inc.” e “Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.”.

<sup>12</sup> DOBBIN, Frank; ZORN, Frank. Corporate malfeasance and the myth of shareholder value. DAVIS, Diane E. (ed.). Political power and social theory. v. 28. Bingley: Elsevier, 2005, p. 189.

<sup>13</sup> Gordon, *Op. cit.*, p. 1530.



permitia que os executivos agissem movidos por interesses de curto prazo para maximizar suas remunerações no período e evitassem esforços que pudessem entregar resultados mais consistentes no futuro.<sup>14</sup>

Aos poucos, a governança corporativa ganhou atenção nas corporações de vários países e foi objeto de deliberações oficiais. Em 1992, como produto do Comitê de Aspectos Financeiros da Governança Corporativa do Reino Unido, celebrou-se o Relatório Cadbury (em homenagem ao *chairman* Adrian Cadbury) e o seu código de melhores práticas. Embora não tenha surtido efeito imediato, escândalos subsequentes nas empresas britânicas Maxwell e BCI criaram o senso de urgência necessário para compreensão da importância da governança e o estudo virou referência no mundo inteiro.

No final da década, porém, os Estados Unidos já tinham recuperado a posição de referência no modelo de governança, sobretudo pela recessão que a economia japonesa atravessava e dos esforços alemães para lidar com os custosos ajustes pós-unificação. Mais, fraquezas na governança decorrentes do controle familiar da maioria das companhias de capital aberto foram apontadas como causas da quebra da bolsa asiática. Tal fato, contudo, não eliminava os problemas existentes na governança das *corporations*, o que se tornou perceptível à população a partir de eventos subsequentes.

Nos anos 2000, o colapso de grandes companhias como Enron, WorldCom, Tyco e Adelphia gerou insatisfações com a governança, em especial porque as empresas seguiam as ditas melhores práticas. A Enron possuía um conselho composto em sua maior parte por membros independentes e um professor de contabilidade da Stanford Business School na presidência do comitê de auditoria, o que parecia ser suficiente no alinhamento de interesses. Contudo, a empresa apresentou falhas em várias áreas, com ênfase na transparência dos resultados financeiros e forma de remuneração dos executivos.

De acordo com Jeffrey N. Gordon, as opções em ações dos executivos da Enron apresentavam um “problema distintivo de risco moral” que levava à tentação de “pegar o dinheiro e correr”.<sup>15</sup> Como as opções apenas remuneravam a subida das

---

<sup>14</sup> Cheffins, *Op. cit.*

<sup>15</sup> GORDON, Jeffrey N. Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley. mar. 2003. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=391363](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391363)> Acesso em 8 nov. 2020.

cotações e não penalizavam a descida, o plano fazia com que os executivos se sentissem tentados a manipular os resultados financeiros e exercer seus direitos de compra assim que a ação atingisse o preço estipulado.

Como resposta, foi promulgado o Sarbanes-Oxley Act, que enfatizou a governança corporativa e impôs medidas como a composição integral de membros independentes no comitê de auditoria e a certificação das declarações financeiras feitas pelos executivos. Buscando evitar futuros escândalos, a lei também aperfeiçoou os mecanismos de divulgação de informações empresariais para corrigir a eventual falta de habilidade do conselho de administração no monitoramento de estratégias financeiras complexas.

Entretanto, poucos anos depois, foi deflagrada a famosa crise do *subprime*. Ainda que o colapso financeiro esteja ligado à desregulação que eliminou restrições à negociação de derivativos e a políticas do governo que ofereceram subsídios ao mercado de hipotecas de segunda linha, tem-se que falhas de mecanismos de governança também contribuíram para a situação.

Novamente, a remuneração dos executivos baseada em desempenho serviu como incentivo para fraudes e tomadas de decisão arriscadas em detrimento do desenvolvimento no longo prazo.<sup>16</sup> Há quem diga que as estruturas de governança das instituições financeiras alinharam mais os interesses dos executivos contratados pela companhia aos dos acionistas do que seria ideal. O argumento seria de que o *shareholder value* falha na promoção do bem-estar social.<sup>17</sup>

Além disso, mais uma vez houve críticas ao monitoramento dos gestores em relação ao risco das atividades, o que incidiu sobre o conselho de administração e os investidores institucionais.

De forma similar, a resposta veio em forma de lei. Para resolver o problema da remuneração dos executivos, uma das principais medidas do Dodd-Frank Act consistiu no aumento da independência do comitê de remuneração, estendendo-se a consultores contratados. Outras medidas foram a criação do *say on pay* visando garantir que os acionistas proferissem votos não-vinculantes sobre a remuneração dos executivos e o requerimento às autoridades federais para a elaboração de

---

<sup>16</sup> BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma; SPAMANN, Holger. The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale Journal on Regulation*, v. 27, n. 2, 2010, p. 276.

<sup>17</sup> BEBCHUK, Lucian A.; SPALMANN, Holger. Regulating bankers' pay. *Georgetown Law Journal*, v. 98, 2010, p. 247.

normas que restringissem o uso de compensações que incentivem a tomada inapropriada de riscos por parte das instituições financeiras.

Recentemente, a governança tem sido utilizada como solução para os problemas sociais mais importantes, como desigualdade de renda, de gênero, direitos humanos e proteção ao meio ambiente. As companhias têm sido cobradas para adotarem um papel ativo em assuntos que não estão diretamente vinculados à persecução do lucro, situação que aumenta a responsabilidade da administração e considera uma comunhão de interesses.

Desde o surgimento, portanto, a governança corporativa busca conferir diretrizes para a estruturação das empresas em resposta a diversos problemas de gestão que se apresentaram no curso da história e culminaram em escândalos de proporções sem precedentes. Trata-se de um tema de alto interesse no contexto econômico mundial, tendo em vista que tangencia as estruturas organizacionais para promover uma administração ética e eficiente que estimule o desenvolvimento e o investimento na atividade produtiva.

## 2.2 DEFINIÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em 2001, no trabalho intitulado “*Twenty-five years of corporate governance research... and counting*”, Diane K. Denis destacou que o volume de artigos publicados sobre o assunto fazia com que a pesquisa da governança corporativa fosse uma tarefa assustadora.<sup>18</sup> Em 2003, observou-se a explosão de pesquisas sobre governança corporativa no mundo.<sup>19</sup> Em 2006, realizando uma busca no site *Social Sciences Research Network* (SSRN), Stuart L. Gillan verificou que 3,5 mil artigos científicos continham “*corporate governance*” no título ou no *abstract*.<sup>20</sup> Em 2015, analisando “*The corporate governance obsession*”, Mariana Pargendler constatou que o número havia passado de 11 mil.<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> DENIS, Diane K. *Twenty-five years of corporate governance research... and counting*. *Review of Financial Economics*, v. 10, 2001, p. 191.

<sup>19</sup> DENIS, Diane K.; MCCONELL, John. J. *International corporate governance*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, 2003, p. 2.

<sup>20</sup> GILLAN, Stuart L. *Recent developments in corporate governance: an overview*. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, 2006, p. 381.

<sup>21</sup> PARGENDLER, Mariana. *The corporate governance obsession*. *Journal of Corporation Law*, v. 42, n. 2, 2016, p. 361.

Repetindo a pesquisa em 2021, ressalta-se que, embora existam mais de 16 mil trabalhos contendo “*corporate governance*” no título ou no resumo, até o momento não há uma definição clara e universalmente aplicável na literatura do que de fato vem a significar governança corporativa.

Amplamente utilizada no Brasil, a expressão “governança corporativa” é uma tradução homófona do inglês *corporate governance*. Do latim *gubernare*, a palavra “governança” externa “governar”, “dirigir”, “guiar”. Já “corporativa” é utilizada para designar aquilo que é relativo às corporações, isto é, uma agremiação ou união de pessoas subordinada a uma regra, estatuto ou compromisso.

Atribui-se que a expressão em português é resultado de uma má tradução que não representa o real significado do inglês. A confusão acontece em especial porque a palavra *corporation*, segundo o direito estadunidense, refere-se a companhias de capital aberto. No caso do Brasil, por outro lado, ainda que também se observe o uso de forma geral, a palavra corporação remete mais à ideia de corporativismo e associações de classe. Nesse sentido, Marcelo Von Adamek ressalta que na Itália e em Portugal se fala em “governo dell’ impresa” e “governo de sociedades”, respectivamente, enquanto na Alemanha o próprio legislador optou por manter a versão original.<sup>22-23</sup>

De toda sorte, feito o esclarecimento, a expressão “governança corporativa” continuará a ser utilizada no trabalho em função do reconhecimento e sua ampla utilização na sociedade brasileira.

Entretanto, em ambas as línguas, a expressão não se reduz à forma pela qual as empresas são dirigidas.<sup>24</sup> A governança corporativa tem fortes vínculos com a relação de agência e aborda formas de conciliar a maximização da riqueza dos acionistas com os interesses dos administradores.

---

<sup>22</sup> VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 115.

<sup>23</sup> Inclusive, a última atualização dos “*G20/OECD Principles of corporate governance*”, em 2016, foi traduzida como “*Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE*”, tendo em vista que a organização solicitou o apoio da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) de Portugal para redação da versão em português.

<sup>24</sup> No inglês, a palavra “*governance*” também é imprecisa. Há quem diga que se pode extrair pelo menos 6 usos diferentes: Estado mínimo, governança corporativa, nova gestão de empresas públicas, “boa governança”, sistemas sociocibernéticos e redes de auto-organização (RHOADES, Roderick A. W. The new governance: governing without government. Political Studies, v. 44, 1996, p. 652).

A dificuldade de definição decorre do fato que a governança extrapolou os problemas de agência para lidar com as externalidades da atividade empresária e outras preocupações distributivas, como corrupção, risco sistêmico, danos ao meio ambiente, direitos humanos e desigualdade de gênero. Além disso, a caracterização dos diferentes problemas que a governança corporativa busca abordar não encontra correspondência no discurso atual. Em geral, falha-se em desenhar distinções precisas entre as diversas matérias que devem atrair cuidados, combinando-se, contrariamente, diferentes objetivos para retratar a “boa governança corporativa” como uma resposta genérica.<sup>25</sup>

Cumprir enfatizar que existem definições bem difundidas que permitem que o leitor tenha o panorâma geral sobre o tema.

Andrei Shleifer e Robert W. Vishny expõem que governança corporativa se trata “das formas pelas quais os financiadores das companhias encontram para obterem o retorno de seus investimentos”.<sup>26</sup> A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) entende que a governança envolve um “conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*”, fornece a estrutura através da qual os objetivos são definidos e determina os meios para alcançá-los e ainda monitorar o desempenho.<sup>27</sup> Por sua vez, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define a governança como “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.<sup>28</sup>

Sem prejuízo das definições consagradas acima, partilha-se da opinião de Barbara Marie L’Huillier no sentido de que o termo governança corporativa tende a variar conforme a filiação teórica dos autores, ainda que a perspectiva trazida pela teoria da agência prevaleça na literatura.<sup>29</sup>

---

<sup>25</sup> Pargendler, *Op. cit.*, p. 367-368.

<sup>26</sup> Shleifer e Vishny, *Op. cit.*, p. 737.

<sup>27</sup> ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE. Paris: Éditions OCDE, 2016, p. 9.

<sup>28</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 20.

<sup>29</sup> L’HUIILLIER, Barbara Marie. What does “corporate governance” actually mean? *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, v. 14, n. 3, p. 300-319, 2014, p. 315.

Em linhas gerais, observa-se a governança corporativa como um sistema de estruturação da companhia cujos objetivos e recomendações de boas práticas variam conforme os pressupostos teóricos. A maioria das correntes, no entanto, dispõe sobre o papel do conselho de administração, o desempenho empresarial e a coordenação de interesses.

Passa-se às principais teorias da governança para compreensão dos pressupostos de cada linha de pensamento.

### 2.3 TEORIAS DA GOVERNANÇA

Diante de diversos posicionamentos, foram criadas teorias da governança que se fundamentam em diferentes pressupostos para fornecer diretrizes sobre as melhores práticas corporativas. Embora a relevância do assunto pareça se restringir ao campo teórico e não prático, é comum que se encontre orientações totalmente opostas a depender da linha doutrinária de filiação, envolvendo principalmente a estrutura da companhia e a administração de interesses.

Não obstante, observado o histórico, vale destacar que teoria da agência possui o maior número de adeptos e tem suas recomendações encontradas na maioria das normas impostas às companhias. A posição, contudo, vem perdendo espaço na medida em que a governança tem sido utilizada como solução das mais importantes pautas sociais.

Ainda que existam teorias que tratam da relação com a política, com a visão institucional e de legitimidade, restringe-se apenas às linhas de pensamento que possuem mais trabalhos publicados: teoria da agência, teoria *stewardship*, teoria da dependência de recursos e teoria dos *stakeholders*.

#### 2.3.1 Teoria da agência

O problema de agência é entendido como um elemento essencial da visão contratual da firma, explorada, entre outros, por Ronald Coase em 1937 no famoso trabalho "*The nature of the firm*". A empresa (ou "a firma") é vista como uma ficção legal em que objetivos individuais conflitantes são colocados em equilíbrio com auxílio de contratos, englobando relações com empregados, fornecedores, consumidores e credores.

Embora a visão contratual da firma seja antiga, a teorização dos custos de agência apenas aconteceu na década de 1970. Com raízes no trabalho elaborado por Armen A. Alchian e Harold Demsetz, a teoria da agência foi desenvolvida em “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*” por Michael C. Jensen e William H. Meckling. Os autores buscaram relacionar elementos da teoria dos direitos de propriedade, da agência e das finanças para apresentar uma teoria da estrutura da propriedade da firma.

A relação de agência é definida como um contrato pelo qual uma pessoa, principal, emprega outra, agente, para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão. Uma vez que a relação entre acionistas e administradores de uma empresa se encaixa perfeitamente na definição que se tem de relação de agência, questões associadas à separação entre controle e propriedade estão intimamente conectadas com os problemas decorrentes da delegação de poderes corporativos.

Em organizações complexas, a separação do controle e da propriedade se explica pela difusão de informações valiosas à tomada de decisão em vários agentes e também pelo grande número de principais, criando a necessidade de se delegar funções de decisão. Para controlar o problema da agência do sistema, busca-se separar as decisões de iniciação e implementação das decisões de ratificação e monitoramento. O conselho de administração da empresa é visto como o “ápice do sistema de decisão de controle” quando os gestores não possuem grande participação social, ratificando e monitorando decisões da companhia e escolhendo, demitindo e recompensando os agentes.<sup>30</sup>

Os acionistas costumam reservar direitos de aprovação de certas matérias como a composição do conselho de administração, a escolha do auditor, as fusões e a emissão de novas ações. Outras decisões são delegadas ao conselho, o qual também delega funções para os agentes, mas retém o último controle em assuntos como a ratificação de iniciativas importantes e a contratação, demissão e remuneração dos executivos de alto escalão. Nessa linha, conselhos geralmente possuem membros externos especialistas em decisão de controle para agirem como

---

<sup>30</sup> FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, jun. 1983, p. 322-323.

árbitros em discordâncias internas e tratem de temas suscetíveis a conflitos de interesses entre os membros internos.<sup>31</sup>

A maximização da riqueza dos acionistas, *shareholder value*, é vista como objetivo principal do direito empresarial.<sup>32</sup> É a partir da ideia de geração de valor para os investidores que os teóricos da agência criam mecanismos para assegurar que os seus interesses sejam atendidos pelos gestores, sobretudo diante da premissa de que pode haver desalinhamento.

Conforme estabelece a teoria da agência, o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Jensen e Meckling argumentam que a redução dos direitos sobre o resultado decorrente da diminuição do capital próprio do administrador serve de incentivo para a apropriação dos recursos corporativos, o que é precificado pelo mercado. Em exemplo, defendem que a redução do capital próprio de um administrador-proprietário faz com que este gaste os recursos corporativos até o ponto em que a utilidade marginal desses recursos seja igual à sua nova participação social.<sup>33</sup>

Para Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, os conflitos decorrem da impossibilidade de se estipular um contrato perfeito que não gere margem para eventual expropriação:

Em termos gerais, os financiadores e o gestor assinam um contrato que especifica o que o gestor faz com os fundos e como os retornos são divididos entre ele e os financiadores. Idealmente, eles iriam assinar um contrato completo que especifica exatamente o que o gestor faz em todos os cenários do mundo e como os lucros são alocados. O problema é que contingências futuras são difíceis de descrever e prever e, como resultado, contratos completos são tecnologicamente inviáveis. Esse problema não seria evitado nem se o gestor estiver motivado a arrecadar tantos fundos quanto ele pudesse e realmente tentasse acomodar os financiadores ao desenvolver um contrato completo. Por causa desses problemas na elaboração do contrato, o gestor e o financiador têm que alocar os direitos de controle residuais – por exemplo, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não totalmente previstas pelo contrato.<sup>34</sup>

Como profissional qualificado e que possui informação adequada para desempenhar a função, o gestor possui substanciais direitos de controle residuais e discricionariedade para alocar os fundos. A situação fica mais evidente quando

---

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 313-315.

<sup>32</sup> BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier. A self-enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review*, v. 109, 1996, p. 1921.

<sup>33</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 312.

<sup>34</sup> Shleifer e Vishny, *Op. cit.*, p. 741.



considerado o tímido envolvimento no *enforcement* do contrato tanto por parte dos tribunais como dos acionistas das companhias, que frequentemente possuem pouca participação e são mal informados para exercerem seus direitos.

Desta forma, os gestores contratados possuem uma autonomia que lhes permite expropriar os recursos corporativos e prejudicar os interesses dos acionistas caso tenham oportunidade. A expropriação pode acontecer por diversas formas, como pelo desvio direto de recursos, venda de ativos importantes a empresas próprias por preço baixo, compra de ativos visando à diluição dos minoritários, tomada de decisão ineficiente e arriscada, privilégios desnecessários, omissões, *empire building* e entrincheiramento.

O principal pode limitar as divergências do agente aplicando incentivos e incorporando os custos de monitoramento. Igualmente, pode pagar para que o agente conceda certas garantias contratuais visando assegurar que ele não promoverá ações para lhe prejudicar. Considerando que os deveres fiduciários dos administradores dificultam a contratação por uma ineficiência *ex-post*, a teoria prevê que sejam estabelecidos incentivos *ex-ante* para alinhamento de interesses com os acionistas da companhia, o que pode se dar por ações, opções em ações ou até pela ameaça de demissão.

Ainda assim haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal. O equivalente monetário da redução do bem-estar vivenciada pelo principal devido à referida divergência representa o chamado custo residual. Os custos de agência, portanto, são a soma das despesas de monitoramento por parte do principal, de concessão de garantias contratuais por parte do agente e do custo residual.<sup>35</sup>

Para Kathleen M. Eisenhardt, a teoria da agência tenta resolver dois problemas que podem ocorrer. O primeiro é o problema da agência decorrente do conflito entre objetivos e de quando o monitoramento do agente pelo principal é complicado ou caro. Já segundo é o problema do compartilhamento de riscos decorrente da divergência de preferências, isto é, quando agente e principal possuem níveis diferentes de tolerância ao risco.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Jensen e Meckling, *Op. cit.*, p. 308.

<sup>36</sup> EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, jan. 1989, p. 58.

Quando o contrato é baseado em resultado e quando existem informações disponíveis para verificação do comportamento, o agente é mais propenso a seguir os interesses do principal. Havendo informação completa, um contrato baseado no comportamento é mais eficiente, considerando que um contrato de resultado transferiria o risco para o agente. No caso de informação incompleta, o agente pode ou não se comportar, demandando investimento em sistemas de informação ou a celebração de um contrato baseado no resultado. A referida contratação é atrativa para o principal quando a incerteza em relação aos resultados e os custos de transferência do risco são baixos.<sup>37</sup>

Em outras palavras, a eficiência do contrato depende necessariamente de um *trade-off* entre o custo de monitoramento dos agentes e o custo de se prever resultados corporativos.

Sendo assim, a teoria da agência busca meios de alinhar os interesses do agente para maximizar a riqueza do principal, já que se pressupõe que haverá divergências causadas por oportunismo. Diversas soluções são propostas para promoção da eficiência econômica, como o monitoramento da gestão pelo conselho de administração, a presença de conselheiros independentes e a concessão de planos de remuneração variável a executivos.

Recentemente, a teoria da agência comportamental buscou ajustar certas premissas da teoria clássica pela inclusão do desempenho do agente e motivação ao trabalho no centro do modelo, o que se aplica especialmente na teorização da remuneração executiva. Alexander Pepper e Julie Gore argumentam que os agentes são mais propensos ao alinhamento com os principais se motivados a performar no melhor de suas habilidades, conforme as oportunidades.<sup>38</sup>

A teoria da agência comportamental demanda a reconceituação do modelo do homem econômico da teoria da agência para assumir uma racionalidade limitada. Propõe-se reconhecer a importância do capital humano e permitir o afastamento do modelo da escolha racional em se tratando de aversão ao prejuízo, ao risco e à incerteza, ao desconto de tempo, à aversão à desigualdade e um *trade-off* entre motivação intrínseca e extrínseca.

---

<sup>37</sup> *Ibid.*, p. 60-61.

<sup>38</sup> PEPPER, Alexander; GORE, Julie Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, v. 41, n. 4, p. 1045-1068, 2015.

### 2.3.2 Teoria *stewardship*

A teoria *stewardship* tem suas raízes na psicologia e na sociologia, seguindo o modelo sugerido por Chris Argarys de que a essência do homem não seria voltada ao individualismo, mas sim à autorrealização.<sup>39</sup> O pressuposto teórico é que o executivo contratado pela empresa essencialmente quer fazer um bom trabalho e ser um bom “*steward*” dos seus ativos.<sup>40</sup> Trata-se, portanto, de um profissional organizacionalmente centrado que interpreta que o desempenho financeiro da empresa maximiza sua utilidade.

Segundo o dicionário de Cambridge, *steward* é “a pessoa cujo trabalho é organizar um evento particular ou prover serviços para pessoas particulares ou cuidar de um lugar particular”. Ainda, “um *steward* é também a pessoa responsável pela comida ou bebida em um restaurante” e “em um avião, navio ou trem é alguém que ajuda a servir passageiros”, sendo traduzido para o português como “garçom” ou “comissário de bordo”. Embora se opte por manter a palavra no inglês pelo entendimento de que a tradução é imprecisa, o *stewardship* se relaciona com a extensão com que um indivíduo voluntariamente subjuga seus interesses pessoais para agir na proteção do bem-estar de outros.<sup>41</sup>

Há quem entenda que a atuação dos executivos em prol da empresa não se constrói sobre princípios altruístas, mas que se pauta no reconhecimento de que servir aos interesses dos acionistas é positivo para seus próprios interesses, sobretudo pelo efeito reputacional. Em outras palavras, “sendo *stewards* efetivos da organização, os executivos e conselheiros estão também efetivamente gerenciando suas próprias carreiras”.<sup>42</sup>

Por meio do artigo “*Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*”, de 1991, Lex Donaldson e James H. Davis argumentaram que as estruturas das empresas não maximizavam a riqueza dos acionistas em

---

<sup>39</sup> ARGARYS, Chris. Organization man: rational and self-actualizing. *Public Administration Review*, v. 33, p. 354-357, jul./ago. 1973.

<sup>40</sup> DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*. *Australian Journal of Management*, v. 16, n. 1, jun. 1991, p. 51.

<sup>41</sup> HERNANDEZ, Morela. Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, v. 37, n. 2, abr. 2012, p. 174.

<sup>42</sup> DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R.; CANNELLA JR., Albert A. Corporate governance: decades of dialogue and data. *The Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, jul. 2003, p. 373.

virtude de um problema de pressupostos.<sup>43</sup> Seguindo a visão do agente como um profissional oportunista e individualista, a teoria clássica exigia a implementação de mecanismos de monitoramento e remuneração para alinhamento de interesses e redução dos custos de agência. Todavia, na visão *stewardship*, é desnecessário pensar em instrumentos de motivação pelo fato de que os executivos já possuem o interesse em cumprir seu papel na companhia.

O exemplo mais claro é a diretriz da teoria da agência de que se deve separar a função do diretor presidente e do presidente do conselho, ressaltando que o conselho de administração exerce um papel de monitoramento dos executivos e precisa de independência. Entretanto, pela visão do executivo como um *steward*, a dualidade das funções é importante na medida em que assegura ao diretor o completo exercício da autoridade sobre a companhia. É dizer, “a teoria *stewardship* não foca em motivação do CEO, mas em estruturas facilitadoras, empoderadoras”, entendendo que a dualidade das funções promove a efetividade e produz retornos superiores aos acionistas.<sup>44</sup>

De acordo com James H. Davis, F. David Schoorman e Lex Donaldson, executivos escolhem se comportar como agentes ou *stewards*, assim como, dependendo de suas percepções do executivo, acionistas escolhem criar uma relação de agência ou *stewardship*.<sup>45</sup> A escolha seria similar à decisão tratada no dilema do prisioneiro, visto que as expectativas de cada parte exerce influência sobre qual relação vai prevalecer. Para os autores, a opção de ambos pela relação *stewardship* implica na maximização do desempenho do grupo como um todo, porém, se o executivo opta por agir oportunisticamente enquanto é empoderado pela outra parte, o acionista certamente se sentirá traído, aumentará o controle ou então o removerá da função na empresa.

Sendo assim, a teoria prevê que executivos que possuem necessidades baseadas em crescimento, conquistas, autorrealização e que são intrinsecamente motivados podem ganhar mais utilidade se seguirem uma agenda organizacional. Igualmente, aqueles executivos que se identificam com suas organizações e são altamente comprometidos com os valores organizacionais também são mais

---

<sup>43</sup> Donaldson e Davis, *Op. cit.*, p. 51.

<sup>44</sup> *Ibid.*, 52.

<sup>45</sup> DAVIS, James H.; SCHOORMAN, F. David; DONALDSON, Lex. Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, v. 22, n. 1, jan. 1997, p. 38.

propensos a servir fins coletivos. Do mesmo modo, situações nas quais a filosofia da gestão é fundamentada em envolvimento e confiança e que a cultura da empresa se baseia em coletivismo e menos distância do poder geralmente resultam em relações *stewardship* entre acionistas e executivos.<sup>46</sup>

### 2.3.3 Teoria da dependência dos recursos

A teoria da dependência de recursos se concentra no papel do conselho em prover recursos para a empresa. Logo, a escolha dos membros depende da estratégia corporativa, considerando que os profissionais trazem consigo recursos, como informações, habilidades, acesso a fornecedores, compradores, formuladores de políticas públicas, grupos sociais, reputação e legitimidade.

Desta forma, empresas que precisam de linhas de crédito especiais para suas operações procuram membros para o conselho de administração que também sejam executivos de instituições financeiras. Por outro lado, empresas que precisam constantemente de membros de consultas jurídicas, seja nas reuniões ou em comunicações privadas com os executivos, possuem interesse em membros que também sejam sócios de escritórios de advocacia.<sup>47</sup>

A visão do conselho de administração como veículo de cooptação ou absorção parcial de organizações externas dá suporte, por exemplo, à ocupação de vários conselhos ao mesmo tempo pelas oportunidades de se obter informações e *network* em situações de interdependência. A estratégia da interligação envolve trocar o controle da privacidade das informações sobre as finanças e as operações corporativas por algum nível de comprometimento no que diz respeito à continuidade da relação comercial. Em linhas gerais, a interligação trata da relação social entre duas empresas a partir do ingresso de um mesmo profissional no conselho de ambas, oferecendo um canal de comunicação acerca dos setores em que se está operando e um meio de promover a coordenação interorganizacional.<sup>48</sup> Há indícios, inclusive, de que a medida traz melhorias à companhia e reduz sua incerteza em relação às vendas, compras, crédito e reputação.<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 43.

<sup>47</sup> Daily, Dalton e Cannella Jr., *Op. cit.*, p. 372.

<sup>48</sup> Hung, *Op. cit.*, p. 104.

<sup>49</sup> USEEM, Michael. Corporations and the corporate elite. *Annual Review Sociology*, v. 6, 1980, p. 66.

De acordo com Jeffrey Pfeffer, uma empresa que precisa de crédito tende a ter uma maior porcentagem do conselho composta por representantes de instituições financeiras, possuir advogados e ter um maior número e uma maior porcentagem de membros externos. O membro pode oferecer recursos importantes tanto por sua qualificação, como por compor o conselho do banco ou ter relações com outros integrantes da comunidade financeira.<sup>50</sup> Decorre dessas questões que “o tamanho do conselho e sua composição não são fatores aleatórios ou independentes, mas, ao invés disso, são respostas racionais e organizacionais à condição do ambiente externo”.<sup>51</sup>

Amy J. Hillman, Albert A. Cannella Jr. e Ramona L. Paetzold classificam os membros do conselho em quatro classes: *insiders*, *experts* do negócio, especialistas de suporte e influenciadores da comunidade.<sup>52</sup>

*Insiders* são atuais ou antigos executivos, empregados ou donos que acrescentam ao conselho pelo fornecimento de informações sobre a própria companhia e seu ambiente competitivo. *Experts* do negócio são atuais ou antigos executivos seniores, bem como conselheiros de outras companhias, que objetivam prover expertise e conhecimento para a tomada de decisões estratégicas e operações internas da empresa. Especialistas de suporte são advogados, banqueiros, representantes de empresa de seguros, profissionais do mercado de capitais e de relações públicas, que buscam dar suporte específico para o conselho na sua área de atuação. Influenciadores da comunidade são pessoas que têm conhecimento ou exercem influência sobre importantes organizações não lucrativas, como líderes políticos, de universidade, membros do clero, líderes de organizações sociais, acrescentando ao conselho na medida em que podem reportar os impactos das atividades e estratégias no meio externo.

Analisando empresas aéreas dos Estados Unidos antes e depois da desregulamentação do setor, os autores concluíram que os conselhos se alteraram em resposta às mudanças externas. Com regulamentação, eram compostos em sua maior parte por *insiders* e especialistas de suporte. Na desregulamentação,

---

<sup>50</sup> PFEFFER, Jeffrey. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, v. 17, n. 2, 1972, p. 223.

<sup>51</sup> *Ibid.*, p. 226.

<sup>52</sup> HILLMAN, Amy J.; CANNELLA JR., Albert A.; PAETZOLD, Ramona L. The resource dependency role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, v. 37, n. 2, mar. 2000, p. 240.

as alterações da composição dos conselhos buscou eleger *experts* do negócio e influenciadores da comunidade. Em outras palavras, a dependência de recursos antes concentrada no corpo regulatório passou a se destinar a outras fontes não-regulatórias, como competidores e consumidores, afetando a necessidade de profissionais adequados à nova realidade das companhias.<sup>53</sup>

#### 2.3.4 Teoria dos *stakeholders*

A palavra “*stakeholder*” apareceu pela primeira vez em um memorando da Stanford Research Institute de 1963, significando, segundo R. Edward Freeman, “qualquer grupo ou indivíduo que é afetado ou pode afetar o cumprimento dos objetivos de uma organização”.<sup>54</sup> O instituto de pesquisa era fortemente influenciado por Igor Ansoff e Robert Stewart e defendia que os administradores precisavam entender as preocupações de todos os envolvidos na empresa para desenvolver objetivos que os *stakeholders* apoiem.

De acordo com Max B. E. Clarkson, os *stakeholders* primários são aqueles indispensáveis para o funcionamento da empresa, como acionistas, empregados, consumidores, fornecedores, governos e comunidades. Os secundários são aqueles que afetam ou são afetados pela companhia, porém não são essenciais para a sua sobrevivência, como a mídia e grupos de interesses especiais. Logo, ainda que possa ser afetada por ambos, a empresa apenas depende da constante satisfação de seus *stakeholders* primários.<sup>55</sup>

A teoria dos *stakeholders* foi construída com fundamentos na literatura da teoria dos sistemas e da organização, planejamento empresarial e responsabilidade social da empresa, sugerindo que os executivos devem formular e implementar processos que satisfaçam todos os grupos que tenham um “*stake*” no negócio. A principal tarefa é administrar e integrar relações e interesses de uma forma que garanta o sucesso de longo prazo da companhia.<sup>56</sup>

---

<sup>53</sup> *Ibid.*, p. 236.

<sup>54</sup> FREEMAN, Robert Edward. Strategic management: a stakeholder approach. Massachusetts: Pitman, 1984, p. 46.

<sup>55</sup> CLARKSON, Max B. E. A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance. The Academy of Management Review, v. 20, n. 1, jan. 1995, p. 106-107.

<sup>56</sup> FREEMAN, Robert Edward.; MCVEA, John. A stakeholder approach to strategic management. HITT, Michael A.; FREEMAN, R. Edward; HARRISON, Jeffrey S. The Blackwell handbook of strategic management. Nova Jersey: Blackwell Publishing, 2006, p. 183-201.

Para Freeman, quatro argumentos podem ser utilizados para demonstrar a vantagem de administrar para os *stakeholders*. Primeiro, a prática produz melhores consequências para todos por reconhecer os múltiplos interesses como conjunto e não como objetivos contrapostos. Segundo, a administração garante o direito de todos os envolvidos, sobretudo em atenção ao fato de que os interesses dos acionistas não são absolutos. Terceiro, é possível construir empresas que possam contribuir ao bem-estar dos próprios executivos pelas virtudes da eficiência, justiça, respeito, integridade e comprometimento. Quarto, negócios são uma prática social e demandam tanto a criação de valor como a troca com o outro, de modo que a colaboração é pressuposto da atividade.<sup>57</sup>

A teoria afasta o objetivo de maximização do *shareholder value*, pois não compreende que maximizar um só objetivo é um caminho adequado para se pensar em gestão estratégica. Negócios são vistos como “instituições humanas compostas por seres humanos vivos e reais” e todos *stakeholders* têm “nomes e rostos e filhos”, não devendo ser instrumentalizados.<sup>58</sup> Os interesses têm valor intrínseco e merecem consideração pelas virtudes de cada grupo e não unicamente pela habilidade de contribuírem para os interesses de outro grupo.<sup>59</sup>

Então, a gestão estratégica é compreendida como uma tarefa eterna de balanceamento e integração de múltiplas relações e objetivos, cabendo ao conselho o papel de mediar os interesses potencialmente conflitantes dos *stakeholders* e promover a *corporate social performance*.<sup>60</sup> Sendo impossível garantir situações ganha-ganha na prática corporativa, é importante que os gestores desenvolvam estratégias que distribuam tanto os benefícios como também os prejuízos da atividade empresária entre diferentes grupos de *stakeholders* para preservar o apoio de todos no longo prazo.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> FREEMAN, Robert Edward. Managing for stakeholders. 5 fev. 2014. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1186402](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1186402)> Acesso em 8 nov. 2020.

<sup>58</sup> *Ibid.*, p. 15.

<sup>59</sup> DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. Theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, v. 20, n. 1, jan. 1995, p. 67.

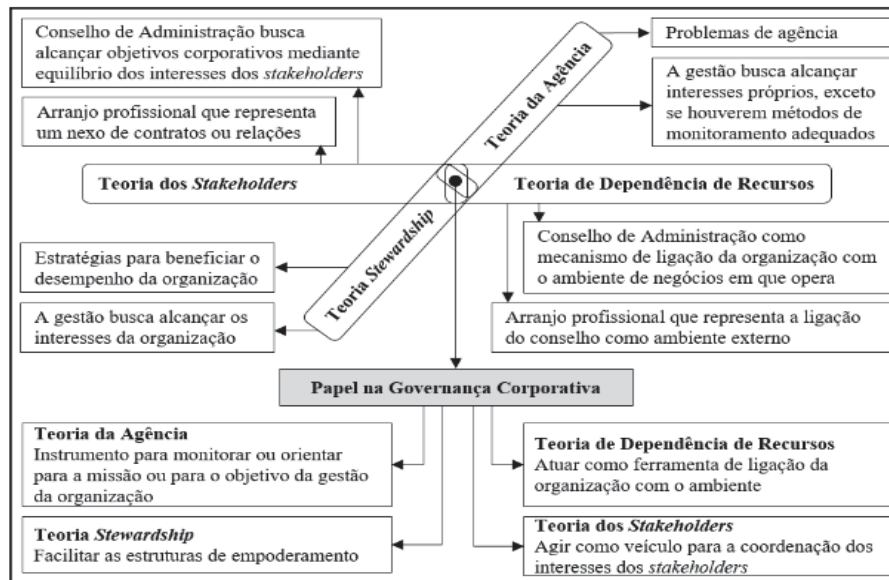
<sup>60</sup> WANG, Jia; DEWHIRST, H. Dudley. Boards of directors and stakeholder orientation. *Journal of Business Ethics*, v. 11, 1992, p. 115.

<sup>61</sup> Freeman e McVea, *Op. cit.*



### 2.3.5 Síntese teórica da governança corporativa

As quatro visões diferentes sobre o papel da governança corporativa podem ser consolidadas pelo quadro abaixo:



Fonte: Fernanda Kreuzberg e Ernesto Fernando Rodrigues Vicente.

Para a teoria da agência, a governança corporativa é utilizada para entender ou determinar o papel dos administradores, agentes, no cumprimento da relação contratual com os acionistas, principais. Como a possibilidade de os executivos agirem de forma oportunista, isto é, utilizarem de seus cargos para a extração de benefícios pessoais focando apenas em interesses próprios, é um pressuposto, os autores compreendem que estruturas de governança adequadas devem ter por objetivo proteger os interesses dos acionistas. A teoria da agência sugere, portanto, que a governança corporativa se refere a um sistema de criação e monitoramento de mecanismos para controle dos administradores, buscando maximizar a riqueza do acionista pela redução dos custos de agência.

Assim como na agência, na teoria *stewardship* a governança também é utilizada para entender ou explicar o papel dos administradores na relação contratual com os acionistas. A divergência se dá pelas diferentes concepções no tocante ao caráter dos seres humanos, já que esta pressupõe que os administradores desempenham efetivamente seus papéis e trabalham diligentemente para maximizar a riqueza dos acionistas. Para a teoria *stewardship*, a governança corporativa se

volta à facilitação do trabalho dos administradores por meio da criação de estruturas de empoderamento que promovam a efetividade.

Para a teoria da dependência dos recursos, a companhia depende do acesso a recursos valiosos que devem ser adquiridos por meio da influência externa do conselho de administração. Logo, a governança corporativa estaria relacionada com a estrutura da organização em relação a outras organizações e com o posicionamento na sociedade como um todo.

Para a teoria dos *stakeholders*, a governança corporativa deve fornecer um veículo para coordenação dos interesses dos *stakeholders*. O foco principal se encontra no conselho de administração e na asserção de que existem vários grupos na sociedade além dos acionistas e empregados pelos quais a companhia também é igualmente responsável. Desta maneira, pela governança, o conselho atinge seu objetivo quando opera de forma balanceada os conflitos de interesses de todos os grupos distintos relacionados à sociedade.

### 2.3.6 Abordagem multi-teórica

Devido a insatisfações com a teoria predominante, cresceu a noção de que as teorias seriam apenas peças que, sozinhas, mostram-se insuficientes para o completo entendimento, avaliação e *design* do quebra-cabeça que são as estruturas de governança corporativa.<sup>62</sup> Segundo Humphry Hung, as diversas funções do conselho são criadas para abrigar os pressupostos de cada linha e funcionam como a história dos homens cegos e o elefante: cada teoria tende a focar em uma pequena parte sem que se compreenda o todo.<sup>63</sup>

Brian K. Boyd e Angelo M. Solarino ressaltam que a complexidade das estruturas de propriedade, com variações pelo controle institucional, governamental, familiar, executivo e do conselho de administração, sugere diferentes objetivos, preferências de risco e horizontes de investimento. Embora a teoria da agência seja absolutamente dominante, os autores recomendam que os pesquisadores adotem

---

<sup>62</sup> TURNBULL, Shann. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, v. 5, n. 4, out. 1997. p. 200.

<sup>63</sup> Hung, *Op. cit.*, p.108.

perspectivas multi-teóricas em suas análises para que os resultados encontrados sejam mais precisos e menos contraditórios.<sup>64</sup>

Nesse sentido, na tentativa de refletir a natureza complexa da firma e seu conselho de administração, alguns autores trabalham no desenvolvimento de um novo modelo de governança corporativa, valendo-se dos aspectos funcionais de duas ou mais linhas teóricas.

Shann Turnbull argumenta que as teorias da agência e *stewardship* não são autoexcludentes e podem ser validadas a depender do contexto institucional, concebendo a probabilidade de que indivíduos ajam tanto em interesse próprio como no interesse da empresa.<sup>65</sup> Charles W. L. Hill e Thomas M. Jones sugerem a combinação das teorias da agência e dos *stakeholders*, aceitando que ambas as relações principal-agente e *stakeholder*-agente são regidas por estruturas de governança corporativa.<sup>66</sup> Amy J. Hillman e Thomas Dalziel adotam a combinação das teorias da agência e dependência de recursos, entendendo que, assim como na captação de recursos, a composição do conselho de administração também interfere na qualidade do monitoramento dos executivos.<sup>67</sup>

Joe Christopher incorpora as teorias *stewardship*, da dependência de recursos e dos *stakeholders* com o objetivo de reduzir as lacunas de governança presentes na teoria da agência, que são marcadas pela falha no reconhecimento das amplas forças de influência do ambiente corporativo.<sup>68</sup>

Por meio da tipologia quádrupla, o autor cria um enquadramento das empresas por quadrantes na intenção de se prescrever diretrizes específicas.<sup>69</sup> As teorias foram divididas por extremos: altos ou baixos custos de agência, alto ou baixo nível de confiança, poucos ou múltiplos *stakeholders* e ambiente corporativo

---

<sup>64</sup> BOYD, Brian K.; SOLARINO, Angelo M. Ownership of corporations: a review, synthesis, and research agenda. *Journal of Management*, v. 42, n. 5, p. 1282-1314, mar. 2016.

<sup>65</sup> Turnbull, *Op. cit.*, p. 190.

<sup>66</sup> HILL, Charles W. L.; JONES, Thomas M. Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, v. 29, n. 2, 1992, p. 132.

<sup>67</sup> HILLMAN, Amy J.; DALZIEL, Thomas. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, 2003, p. 383.

<sup>68</sup> CHRISTOPHER, Joe. Corporate governance - A multi-theoretical approach to recognizing the wider influencing forces impacting on organizations. *Critical Perspectives on Accounting*, v. 21, 2010, p. 685.

<sup>69</sup> O autor se inspirou no trabalho de John Roberts, que adotou uma tipologia quádrupla dos sistemas de governança pelos efeitos da prestação de contas (ROBERTS, John. Trust and control in Anglo-American systems of corporate governance: The individualizing and socializing effects of processes of accountability. *Human Relations*, v. 54, n. 12, p. 1547-1572, 2001).

complexo ou simples. Sendo assim, uma companhia cujo nível de confiança da administração é alto e que possui múltiplos *stakeholders* não precisará de altos custos de agência e deverá eleger conselheiros que possam agregar à complexidade do ambiente corporativo. Por outro lado, uma empresa cujo nível de confiança da administração é baixo e que possui poucos *stakeholders* precisará elevar seus custos de agência e irá requerer uma composição de conselho de administração menos complexa.<sup>70</sup>

Indica-se, portanto, que embora as teorias sejam válidas, cada uma só pode explicar uma pequena parte da governança. Uma empresa cujos membros tenham muita discricção para trabalhar de forma interessada e em que o ambiente interno requeira estrita conformidade dos empregados gera uma expectativa que o conselho desempenhe um papel de controle. Entretanto, o conselho de administração também pode ter outras funções que podem ser essenciais que não são explicadas pela teoria principal, como, por exemplo, servir de ligação entre a organização e os provedores de recursos externos.<sup>71</sup>

Em outras palavras, ainda que a teoria da agência possa ser adotada para explicar o conselho no monitoramento e controle, não se pode enxergar as outras funções pelo mesmo prisma. Para os demais papeis, como coordenação, ligação e de formulação de estratégias corporativas, deve-se utilizar fundamentos presentes em outras teorias da governança.

Fica claro que as variáveis de estrutura e incentivo há muito vêm sendo pesquisadas por economistas, culminando em guias gerais de governança que tendem a refletir a teoria predominante. De toda forma, não se pode simplesmente interpretar sem senso crítico que tais práticas como universalmente adequadas à realidade de todas as empresas. A exposição de outras teorias se mostra relevante para que se possa questionar a adequação dessas práticas, em especial quando se observa dissonância no empiricismo.

## 2.4 CRÍTICAS À TEORIA DA AGÊNCIA

A popularidade da teoria da agência na governança corporativa é explicada por pelo menos dois fatores. Primeiro, por se tratar de uma teoria extremamente

---

<sup>70</sup> Christopher, *Op. cit.*, p. 689.

<sup>71</sup> Hung, *Op. cit.*, p. 109.

simples que reduz as companhias a apenas dois participantes com interesses perfeitamente claros e consistentes. Segundo, pela consolidação e difusão da ideia de seres humanos como egoístas e geralmente não tendentes a sacrificar interesses pessoais por interesses alheios.<sup>72</sup>

Embora seja a principal teoria da governança, a teoria da agência sofreu e ainda sofre diversas críticas. Várias delas são decorrentes das crises ocorridas no início do século XXI, uma vez que as empresas envolvidas em esquemas de corrupção e falta de transparência seguiam as práticas que eram fundamentadas nos preceitos da teoria da agência. Notadamente, a Enron, que apresentou falhas em relação à transparência dos resultados financeiros e à forma de remuneração, possuía um conselho composto por uma maioria independente e um professor de contabilidade da Stanford na presidência do comitê de auditoria, passando a imagem de que haveria segurança a respeito da ética.

De acordo com Thomas Clark, a teoria da agência é extremamente falha por simplificar demais a complexa realidade dos negócios, insistir que existe um único objetivo corporativo, qual seja o *shareholder value*, equivocar-se na concepção das motivações dos gestores, ignorar a existência de uma diversidade de instituições de investimentos e interesses, debilitar gestores e empresas e, ainda, por alcançar o oposto do seu efeito pretendido.<sup>73</sup>

Para consolidação, dividem-se as críticas à teoria em três por acreditar que sejam suficientes para a compreensão das principais divergências: (i) o equívoco na concepção da natureza do homem, (ii) a discordância em relação à aplicação da norma da *shareholder primacy* e (ii) a falta de comprovação empírica da eficiência de práticas corporativas tidas como ideais.

#### 2.4.1 A natureza do homem

Baseada na divergência de pressupostos, uma crítica à teoria da agência se refere à visão do agente como um indivíduo potencialmente egoísta que depende de estruturas organizacionais complexas, envolvendo, por exemplo, mecanismos de incentivo e monitoramento, para que se mantenha fiel ao objetivo de atuar em prol

---

<sup>72</sup> Daily, Dalton e Cannella Jr., *Op. cit.*, p. 372.

<sup>73</sup> CLARKE, Thomas. Deconstructing the mythology of shareholder value: a comment on Lynn Stout's "The shareholder value myth". *Accounting Economics and Law: A Convivium*, v. 3, 2013, p. 22.

do interesse da companhia. A necessidade de se utilizar arranjos contratuais para alinhamento dos interesses eleva os custos de agência, o que pode vir a significar que o modelo previsto pela teoria é ineficiente.

A crítica se baseia na noção de que a concepção da natureza do homem feita na teoria da agência está equivocada. Para a teoria *stewardship*, por exemplo, não se presume o individualismo, mas a autorrealização. Uma vez que o executivo é visto como um profissional organizacionalmente centrado que atrela o desempenho da companhia à maximização de sua utilidade, não haveria por que implementar mecanismos contratuais que elevassem os custos de agência para prevenir eventual comportamento egoísta. Muito pelo contrário. Nessa teoria, os esforços devem ser voltados à criação de estruturas que empoderem o *steward* e facilitem seu trabalho, como a dualidade de funções do diretor-presidente.

De acordo com James H. Davis, F. David Schoorman e Lex Donaldson, executivos escolhem se comportar como agentes ou *stewards* e acionistas escolhem criar uma relação de agência ou *stewardship*, tudo a depender das percepções que um tem em relação ao outro. A escolha seria similar à do dilema do prisioneiro, considerando que as expectativas de cada parte vai exercer influência na relação que prevalecerá no final. Para eles, a opção de ambos pela relação *stewardship* implica na maximização do desempenho do grupo com um todo.<sup>74</sup>

Vale dizer, a expectativa de comportamento que se tem em relação aos executivos afeta a definição das estruturas eficientes, de modo que uma leitura equivocada pode gerar resultados contraproducentes. Sendo assim, a adoção de instrumentos para o fim de evitar eventual mau comportamento do agente pode gerar ineficiências pelo aumento dos custos, caso se considere que sua natureza não é voltada ao oportunismo.

#### 2.4.2 A primazia do acionista

No direito empresarial, o dever de diligência requer que o administrador atue no melhor interesse da companhia. Há quem entenda que o último componente do dever constitui a norma do *shareholder primacy*, presumindo que os interesses da

---

<sup>74</sup> David, Schoorman e Donaldson, *Op. cit.*, p. 38.

companhia e dos acionistas coincidem.<sup>75</sup> A norma da primazia dos acionistas, então, refere-se ao dever fiduciário da administração de tomar decisões no melhor interesse dos acionistas da empresa.

Inicialmente, a norma era utilizada pelos tribunais na resolução de disputas entre acionistas com maior e menor participação social em companhias fechadas, porém, com o tempo, o seu uso evoluiu para a doutrina da opressão da minoria. Em outras palavras, a ideia era que os membros do conselho atuassem no interesse de *todos* os acionistas e não apenas dos majoritários. Quando encontrou espaço na jurisprudência corporativa, a norma da primazia dos acionistas se tornou uma fixação e passou a ser aplicada às companhias abertas, ainda que tenha sido silenciada pela *business judgment rule*.

Segundo D. Gordon Smith, a norma do *shareholder primacy* é praticamente irrelevante porque os tribunais apenas avaliam a proibição do comportamento oportunista sem focar nos interesses de qualquer beneficiário identificável nos conflitos entre acionistas e não-acionistas. Já no conflito de acionistas, é antiquada uma vez que a opressão da minoria se mostra mais adequada para a função que a norma pretende cumprir. Decorre daí que pode ser “uma das doutrinas mais superestimadas do direito empresarial”.<sup>76</sup>

Um movimento de forte crítica teve início com o surgimento de uma nova linha de pensamento no direito empresarial que ficou conhecida como comunitária ou progressista, em oposição à doutrina contratualista que era adepta à teoria da agência na governança corporativa.<sup>77</sup>

Para os comunitários, o direito empresarial deve confrontar os efeitos perversos da busca pela maximização da riqueza dos acionistas nos outros grupos que coexistem na companhia. Há ceticismo quanto à eficiência prática do contrato como um mecanismo que pode proteger os *stakeholders* de forma *ex ante* dos efeitos nocivos do *shareholder value*, visto que as vantagens informacionais da

---

<sup>75</sup> MILLON, David. Redefining corporate law. *Indiana Law Review*, v. 24, n. 2, 1991, p. 228.

<sup>76</sup> SMITH, D. Gordon. The shareholder primacy norm. *The Journal of Corporation Law*, v. 23, 1998, p. 322-323.

<sup>77</sup> Ainda no século passado, identificou-se que a incerteza sobre suas fundações teria desencadeado uma crise no direito empresarial, considerando que uma agenda aparentemente realizável baseada no papel ativo dos investidores institucionais buscava trazer fôlego à *shareholder primacy* enquanto defensores dos interesses dos grupos não-acionistas traziam reivindicações que estavam sendo levadas a sério. (MILLON, David. *New directions in corporate law: communitarians, contractarians, and the crisis in corporate law*. *Washington and Lee Review*, v. 50, n. 4, 1993, p. 1377).

gestão e as constantes mudanças da atividade empresária dificultam a previsão adequada de certas condutas. Essa linha se distingue pelo objetivo de utilizar intervenção legal para superar os custos de transação e falhas de mercado que impedem a proteção por meio da contratação.<sup>78</sup>

A ideia da convivência de interesses distintos na empresa deu origem a diversas críticas à norma da *shareholder primacy*, inclusive de autores que não se autointitulavam progressistas. São críticas que não apenas apontam os efeitos da busca pela maximização da riqueza dos acionistas, mas que também entendem que o direito não prioriza o interesse da classe.

Lynn A. Stout, uma das mais articuladas juristas que tratou do assunto, defende que o único argumento “não tão ruim” da primazia é de que a norma seria necessária para proteção de todos os *stakeholders* pela redução dos custos de agência que existiriam caso o conselho pudesse considerar tanto os interesses dos acionistas como dos não-acionistas.<sup>79</sup> Entretanto, sustenta que o direito empresarial permite que a administração adote estratégias que reduzam o preço das ações sempre que isso possa ser racionalizado como uma forma de servir os interesses frequentemente intangíveis dos outros constituintes.<sup>80</sup>

Ela argumenta que o direito estadunidense não garante o *shareholder value*, mas busca proteger os interesses dos *stakeholders*. O membro do conselho é visto mais como um *trustee* que serve aos interesses da empresa, que, por sua vez, são compreendidos como uma função de bem-estar comum de todos os indivíduos que fizeram investimentos específicos para participar do negócio.<sup>81</sup> Apoiando a visão contrária à primazia dos acionistas, diversos estados aprovaram diplomas legais que expressamente permitem que os membros do conselho sacrifiquem os interesses dos acionistas para servir outros grupos.

---

<sup>78</sup> *Ibid.*, p. 1378-1379.

<sup>79</sup> A justificativa utilitarista da norma é de que uma medida *stakeholder* de prestação de contas deixaria os gestores com discricção suficiente para que perseguissem sua própria agenda, uma que não maximizasse nenhuma riqueza com exceção às suas próprias. (ROE, Mark J. The shareholder wealth maximization norm and industrial organization. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 149, 2001, p. 2065).

<sup>80</sup> STOUT, Lynn A. Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. *Southern California Law Review*, v. 75, 2002, p. 1208.

<sup>81</sup> O direito de propor demandas judiciais no lugar da companhia, por exemplo, que é comumente interpretado como reconhecimento da primazia dos acionistas pela lei, deve-se apenas ao fato de que estes estão em posição mais adequada para representar os interesses da coalisão que circunscreve a empresa.



De acordo com Stout, a *shareholder primacy* teria sua terminologia mais precisa se se chamasse “*shareholder absolutism*” ou “*shareholder dictatorship*”, sobretudo em razão das práticas comumente adotadas pela administração para a maximização da riqueza dos acionistas:

Na busca de “desbloquear o *shareholder value*” eles vendem ativos-chave, demitem empregados leais e espremem impiedosamente a força de trabalho que restou; fazem cortes no suporte de produtos, assistência ao consumidor e pesquisa e desenvolvimento; atrasam a substituição de equipamentos desgastados, antiquados e perigosos; enchem CEOs de opções em ações e pacotes de pagamentos caros para “incentivá-los”; drenam reservas em dinheiro para pagar enormes dividendos e recomprar as ações da companhia, endividando as empresas até que elas oscilem à beira da insolvência; e fazem *lobby* com reguladores e com o congresso para mudar a lei para que eles possam perseguir lucros de curto prazo especulando por meio de *swaps* de inadimplência de créditos e outros derivativos financeiros de alto risco.<sup>82</sup>

Reflete-se sobre o exemplo de David Millon a respeito da decisão sobre o fechamento de uma planta fabril com prejuízos. Embora do ponto de vista dos acionistas não haja dúvidas sobre o fechamento, não é difícil constatar que a decisão da administração impacta diversos outros grupos relacionados à atividade produtiva e gerará externalidades negativas:

Esforços de maximizar a riqueza dos acionistas são frequentemente custos para não-acionistas e frequentemente vêm às expensas de certos grupos constituintes de não-acionistas. Por exemplo, uma companhia pode achar que uma de suas várias plantas não pode mais ser operada lucrativamente. O dever da gestão com os acionistas dita que se deve considerar fechar a planta para evitar maiores prejuízos. Fazendo isso resultará na perda de empregos. Outros membros da comunidade em que a planta está situada irão sofrer também. Receitas fiscais irão diminuir, assim como doações de caridade e outras contribuições da companhia e seus empregados para a vida da comunidade; relações estabelecidas com credores, consumidores e fornecedores serão terminadas, levando talvez a futuro desemprego; e empregos perdidos irão impor maior tensão em orçamentos de serviços sociais. Os acionistas ganham (por evitar perdas) às expensas desses não-acionistas, muitos dos quais realizaram investimentos não-transferíveis de capital humano e financeiro com a expectativa razoável de uma relação corporativa contínua, de longo prazo.<sup>83</sup>

Mesmo que possa fazer sentido do ponto de vista financeiro por um período, o *shareholder value*, isto é, a administração da empresa direcionada à maximização da riqueza dos acionistas mediante a valorização do preço das ações na bolsa, acontece em detrimento do longo prazo. Com efeito, a analogia de Lynn A. Stout

<sup>82</sup> STOUT, Lynn A. *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. San Francisco: Berrett-Koehler, 2012, p. 3.

<sup>83</sup> MILLON, David. *Communitarianism in corporate law: foundations and law reform strategies*. MITCHELL, Lawrence E. (ed.). *Progressive corporate law*. Nova York: Avalon, 1995. p. 46.

sobre a substituição de iscas pelo uso de dinamites na atividade da pesca mostra com clareza os efeitos da ganância individual.

Segundo a autora, caso alguém se propusesse a analisar comparativamente o desempenho entre pescadores que utilizam iscas de minhocas e pescadores que usam dinamites como técnicas de pesca, as estatísticas certamente mostrariam que indivíduos que usam a dinamite pegam mais peixes do que os usuários de iscas. Igualmente, concluiria-se que aqueles que substituíram os anzóis pela dinamite observaram uma melhora inicial no desempenho de pesca. Entretanto, resume-se, também se constataria que comunidades que pescam com dinamites eventualmente observam o colapso da população de peixes. “Pescar com dinamite representa o conflito clássico entre a ganância individual e a riqueza do grupo que os economistas chamam de ‘Tragédia dos Comuns’”, ilustra.<sup>84</sup>

Vale ressaltar também a particularidade de cada país na aplicação das diretrizes previstas na teoria da agência. Com efeito, uma vez que a governança “não acontece no vácuo social”, a aplicação das supostamente melhores práticas dos Estados Unidos e Reino Unido demanda maior cuidado especialmente em se tratando de países emergentes.<sup>85</sup> Exemplo disso é a conclusão de Mark J. Roe de que a ideia do *shareholder value* pode trazer efeitos negativos em países em que boa parte da indústria é organizada sob a forma de monopólio, considerando que a maximização da riqueza dos acionistas induziria a produção de menos bens e o aumento dos preços dos produtos.<sup>86</sup>

A *shareholder primacy* também pode reduzir o valor econômico da empresa por incentivar a tomada ineficiente de riscos, reduzindo o valor do interesse dos credores de forma desproporcional. Considere-se o caso de uma companhia com US\$ 15 milhões de dívidas e US\$ 20 milhões em ativos. Na análise, a administração avalia que o projeto tem 50% de chance de produzir US\$ 6 milhões em lucro e outros 50% de chance de produzir US\$ 12 milhões em prejuízo, chegando a um valor esperado de menos US\$ 3 milhões. Todavia, pela perspectiva dos acionistas,

---

<sup>84</sup> Stout, *The shareholder value myth*, p. 51.

<sup>85</sup> YUSOF, Nor Zalina Mohamad. Context matters: a critique of agency theory in corporate governance research in emerging countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, v. 6, p. 154-158, 2016.

<sup>86</sup> Roe, *Op. cit.*, p. 2064.

o projeto tem um valor líquido esperado de US\$ 500 mil, o que significa que deveria ser implementado sem ponderação.<sup>87</sup>

Tal cenário se agrava pelos planos de remuneração e pela possibilidade de substituição dos executivos caso não agradem os acionistas. Em uma pesquisa com mais de 400 diretores financeiros, 78% dos executivos declararam que cortariam despesas como *marketing* ou desenvolvimento de produtos para alcançar seus objetivos de lucro no trimestre, sem prejuízo de eventual ciência de que a medida seria prejudicial no longo prazo.<sup>88</sup> Quando se fala em fundos de investimentos, a preocupação com os resultados do período fica ainda mais clara, visto que “gestores de portfolio que investem para o longo prazo podem se encontrar procurando por novos trabalhos no curto prazo”.<sup>89</sup>

Frank Dobbin e Dirk Zorn sustentam que o foco na maximização do valor para o acionista levou ao abandono da técnica do “crescimento-por-aquisição” e a adoção da técnica “vencer-os-analistas”, referindo-se às projeções utilizadas para aferição do desempenho dos executivos. Ao mesmo tempo, as compensações que eram disfuncionais por beneficiarem os gestores pelo *empire-building* na lógica do *pay for size* passaram a ser disfuncionais por incentivarem a manipulação do preço das ações no *pay for performance*.<sup>90</sup>

Em entrevista para a Financial Times, Jack Welch, um dos expoentes da ideia do valor do acionista e responsável pelo grande crescimento da General Electric no final do século passado, não deixou dúvidas que reviu seu posicionamento no momento em que declarou: “*shareholder value* é a ideia mais idiota do mundo”.<sup>91</sup> Ou seja, antecipando as consequências da pesca com dinamite, o ex-presidente compreende que os lucros de curto prazo devem necessariamente se alinhar com o aumento do valor da companhia no longo prazo.

Na visão de Stout, a ideologia da *shareholder primacy* reduz os investidores ao denominador comum humano mais baixo possível, usualmente assumindo

---

<sup>87</sup> BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Corporate accountability: director accountability and the mediating role of the corporate board. *Washington University Law*, v. 79, 2001, p. 413-414.

<sup>88</sup> GRAHAM John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analysts Journal*, v. 62, n. 6, p. 27-39, 2006.

<sup>89</sup> LAZONICK, William. Controlling the market for corporate control: the historical significance of managerial capitalism. *Industrial and Corporate Change*, v. 1, n. 3, 1992, p. 475.

<sup>90</sup> DOBBIN, Frank; ZORN, Frank. Corporate malfeasance and the myth of shareholder value. DAVIS, Diane E. (editora). *Political power and social theory*. v. 28. Bingley: Elsevier, 2005, p. 183.

<sup>91</sup> GUERRERA, Francesco. Welch condemns share price focus. *Financial Times*. 12 mar. 2009. In: <<https://www.ft.com/content/294ff1f2-0f27-11de-ba10-0000779fd2ac>> Acesso em: 2 set. 2020.

que são indivíduos impacientes, imprevidentes, oportunistas, autodestrutivos e psicopatamente indiferentes ao bem-estar dos outros e ignorando que pessoas diferentes possuem diferentes *valores*. Ocorre que há evidência de que a maioria das pessoas é altruísta em algum grau e pró-social a ponto de desejar sacrificar parte dos lucros para pelo menos evitar causar danos a empregados, consumidores, sociedade ou ao meio ambiente, o que se pode observar pelo aumento da procura pelos fundos ESG, que apenas incluem em seu portfólio empresas que adotem padrões ambientais, sociais e de governança.<sup>92</sup>

Nessa linha, em coautoria com Margaret M. Blair, Lynn A. Stout propõe a teoria da produção em equipe para a companhia aberta. A teorização tem bases na literatura econômica no que diz respeito a investimentos e coordenação de esforços de dois ou mais indivíduos ou grupos. Observando a dificuldade de se elaborar contratos perfeitos em várias circunstâncias, o modelo se ampara no direito das companhias abertas ao definir uma estrutura interna de “*mediating hierarchy*” fundamentada na abdicação de direitos dos *stakeholders* (inclusive de propriedade) em favor da empresa. Assim, os ativos pertenceriam à própria empresa e não aos acionistas na qualidade de proprietários.

O conselho de administração possuiria o papel de proteger os investimentos específicos de todos os membros da equipe. Diferente do pensamento contratualista e também do comunitário, as autoras entendem que não deve haver controle do conselho pelos acionistas e tampouco por parte dos *stakeholders*: “enquanto essa estrutura legal deve aumentar os custos de agência, também deve promover uma eficiente (apesar de segunda melhor) solução para os problemas de contratação que nascem na produção em equipe”.<sup>93</sup>

Desta forma, ressalta-se a existência de posições consistentes e contrárias ao objetivo empresarial definido pela teoria da agência. Embora se tenha em vista que a *shareholder primacy* não propõe simplesmente ignorar os outros interesses envolvidos na atividade produtiva, as críticas envolvem tanto a falta de eficiência da utilização de contratos para amparar os interesses dos *stakeholders* como também a premissa de que o direito sequer reconhece a norma.

---

<sup>92</sup> STOUT, Lynn A. New thinking on “shareholder primacy”. *Accounting, Economics, and Law*, v. 2, n. 2, 2012, p. 16.

<sup>93</sup> BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, v. 85, n. 2, mar. 1999, p. 255.

### 2.4.3 Falta de comprovação

Diversos pesquisadores se propuseram a testar elementos de governança que são endossados pela teoria da agência, como a independência do conselho, as ações de classe única, a ausência de conselhos escalonados e de *poison pills* para impedir eventual tomada de controle. Basicamente, o propósito é verificar a relação desses elementos internos com o desempenho financeiro das companhias, o que usualmente se faz por meio dos preços das ações e, em menor medida, do Q de Tobin ou da receita operacional.

Em várias situações, porém, o empiricismo leva à confusão e não permite chegar a nenhuma conclusão sobre a eficiência. Um exemplo disso se verifica no trabalho de Renée Adams e Daniel Ferreira, que reuniu uma série de pesquisas envolvendo empresas com ações de classes múltiplas. Ocorreu que alguns dos estudos não observaram efeitos da estrutura de duas classes no desempenho, alguns acharam um pequeno efeito negativo e um deles chegou a observar que as classes aumentaram significativamente o desempenho.<sup>94</sup>

Por sua vez, não há conexão confiável entre o desempenho da companhia e a porcentagem de conselheiros independentes e em relação com a separação da posição de CEO e presidente do conselho.<sup>95-96</sup> Igualmente, reporta-se a inexistência de relação entre o desempenho financeiro da companhia e o nível de propriedade acionária de seus sócios.<sup>97</sup>

Em que pese o aumento da compensação por ações, também não se tem evidências de uma forte relação desse plano de remuneração executiva com a percepção de riqueza dos acionistas. Um estudo mostrou, por exemplo, que o

---

<sup>94</sup> ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One share-one vote: the empirical evidence. *Review of Finance*, v. 12, p. 51-91, 2008.

<sup>95</sup> DALTON, Dan R. *et al.* Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, v. 19, p. 269-290, 1998.

<sup>96</sup> Entende-se que conselhos mistos podem ser mais produtivos do que totalmente independentes por incentivar os agentes internos e por fomentar a formulação de táticas de gerenciamento de impressões por parte da gestão (LANGEVOORT, Donald C. The human nature of corporate boards: law, norms, and unintended consequences of independence and accountability. *Georgetown Law Journal*, v. 89, p. 798-832, 2001).

<sup>97</sup> DALTON, Dan R. *et al.* Meta-analyses of financial performance and equity: fusion or confusion? *The Academy of Management Journal*, v. 46, n. 1, p. 13-26, fev. 2003.

tamanho da firma é responsável por oito vezes mais variância na remuneração do executivo-chefe do que o desempenho financeiro.<sup>98</sup>

Outro estudo que analisou as 51 provisões de governança exigidas pelas bolsas dos Estados Unidos concluiu que apenas seis delas eram compatíveis com o desempenho operacional da empresa, sendo que, entre as nove provisões comuns às três bolsas, nenhuma possuía relação significativa. Nesse caso, não se encontrou relação confiável com a independência do comitê de compensação e do conselho, opções em ações, vedação à dualidade de funções do CEO e proibição de medidas contra a tomada de controle.<sup>99</sup>

No que diz respeito às normas de governança impostas pela legislação, algumas críticas deram ensejo a testes empíricos com o propósito de verificar as contribuições de certas reformas para o desempenho financeiro das companhias. Por exemplo, argumentou-se que o Sarbanes-Oxley Act, de 2002, o qual trouxe uma série de reformas alinhadas com a teoria clássica, deu ares de charlatanismo à governança corporativa porque suas provisões não foram realmente destinadas ao objetivo de prevenir futuras Enrons.<sup>100</sup>

Com efeito, uma pesquisa constatou que as companhias que menos se adequaram às regras obtiveram um retorno positivo que variou entre 6% e 20% se comparadas com as companhias que mais cumpriram as provisões legais.<sup>101</sup> Vale dizer, empresas que apenas reapresentaram suas declarações financeiras, cujos *insiders* eram percebidos como “*timing the market*”, que possuíam transações com partes relacionadas e que não cumpriram as provisões de independência do conselho obtiveram resultados melhores. De forma similar, um trabalho envolvendo instituições financeiras concluiu que as companhias que tinham conselhos mais independentes e mais acionistas institucionais tiveram retornos piores nos preços das ações durante a crise do *subprime*.<sup>102</sup>

---

<sup>98</sup> TOSI, Henry L. *et al.* How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, v. 26, n. 2, p. 301-339, 2000.

<sup>99</sup> BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 32, p. 129-144, 2009.

<sup>100</sup> ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance. *The Yale Law Journal*, v. 114, 2005, p. 1526.

<sup>101</sup> CHHAOCHHARIA, Vidhi; GRINSTEIN, Yaniv. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 4, p. 1789-1825, ago. 2007.

<sup>102</sup> ERKENS, David H.; HUNG, Mingyi; MATOS, Pedro. Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, p. 389-411, jan. 2012.

Embora os escândalos corporativos tenham incentivado a elaboração dos chamados “índices de governança” com a ambição de medir a governança das companhias abertas e ranqueá-las, críticos apontam que os instrumentos falham em capturar as formas pelas quais a governança opera.<sup>103</sup> A escolha de apenas uma variável se mostra superior para medir o desempenho financeiro das companhias, tendo em vista que efetividade de um instrumento depende do contexto e das circunstâncias específicas em que estão inseridas.<sup>104</sup>

Por sua vez, “a literatura empírica que investigou o efeito de mecanismos individuais de governança no desempenho não foi capaz de identificar efeitos sistematicamente positivos e é, no máximo, inconclusiva”, ainda que exista uma crença generalizada a respeito da importância de elementos de governança para resolver os problemas de agência.<sup>105</sup>

De acordo com Catherine M. Daily, Dan R. Dalton e Albert A. Canella, uma das maiores barreiras para avanço da governança é o “dogmatismo empírico”, relacionado à dificuldade dos pesquisadores de recepcionarem trabalhos que contradizem o modelo de governança dominante ou que criticam metodologias e resultados de pesquisas anteriores. Para os autores, os esforços individuais de pesquisa que não abraçam genuinamente todo o escopo de ferramentas disponíveis aos pesquisadores continuarão vencendo batalhas, porém tendo pouco progresso em relação ao fim da guerra.<sup>106</sup>

Similarmente, Lynn A. Stout compara os pesquisadores que procuram os segredos da boa governança na eficiência econômica de companhias individuais com o bêbado que perdeu as chaves do carro no estacionamento escuro e que só as procura perto do poste, porque é onde tem luz. Para ela, é bem provável que ambos não alcancem seus objetivos.<sup>107</sup>

Na sua visão, seria necessário procurar no escuro do estacionamento para aí sim talvez tropeçar em evidências. Lá haveria indícios de que o modelo clássico deixou de apresentar os resultados que eram esperados. Seria possível observar

---

<sup>103</sup> GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, fev. 2003.

<sup>104</sup> BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; ROMANO, Roberta. The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, v. 108, n. 8, p. 1803-1882, 2008.

<sup>105</sup> *Ibid.*, p. 1814.

<sup>106</sup> Daily, Dalton e Canella, *Op. cit.*, p. 378.

<sup>107</sup> Stout, *The shareholder value myth*, p. 57.

que os retornos dos investidores não melhoraram nas últimas duas décadas em que vigoraram os preceitos da agência. Observaria-se, por exemplo, que não houve aberturas de capital em massa, bem como que os investidores continuam aportando em empresas que se afastam da regra “uma ação, um voto” e outros ideais trazidos pelo ideal da *shareholder primacy*. Também seria possível constatar que inexistia situação de vantagem do Reino Unido em relação ao número de empresas globais, ainda que lá a legislação seja mais favorável aos acionistas se comparada com o direito empresarial dos Estados Unidos.

As críticas – por vezes incisivas – são importantes para o questionamento a respeito de modelos usualmente tidos como ideais, sobretudo quando se propõe aplicá-los a contextos variados. Em que pese a eficiência econômica não seja o único fator relevante quando se trata de governança, os testes empíricos ocupam papel de destaque quando se considera a maximização da riqueza dos acionistas como principal objetivo corporativo.

Sem prejuízo da discussão da *shareholder primacy*, a confusão apresentada pelos estudos empíricos que verificam a relação das supostas melhores práticas de governança com o desempenho financeiro sugere ao menos que se repense a aplicação de regras obrigatórias generalistas.



### 3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA IDEAL

Uma vez que a definição de governança corporativa tende a variar conforme a filiação teórica dos pesquisadores e que a teoria da agência possui mais adeptos, entende-se que a noção de governança ideal está relacionada com uma estrutura de controle eficiente que consiga garantir que os financiadores das companhias obtenham retorno de seus investimentos.<sup>108</sup>

É importante que se destaque que se trata apenas da visão tradicional que se tem de governança corporativa, estando sujeita a críticas principalmente por parte de adeptos de linhas teóricas que consideram a governança como um instrumento de balanceamento de interesses na companhia. Para a agência, os direitos dos outros *stakeholders* devem ser protegidos por legislações específicas e por meio dos contratos celebrados individualmente.

Logo, a governança classificada como ideal para a maioria dos estudiosos busca encontrar soluções para o conflito de agência gerado pela separação do controle e propriedade da companhia, problema que adquire uma maior magnitude na estrutura de dispersão acionária. Nesse sentido, diversas pesquisas têm por objetivo analisar teórica e empiricamente a eficiência de mecanismos tradicionais de controle empresarial, como a delegação de poderes ao conselho de administração e os incentivos por meio de remuneração.

#### 3.1 ESTRUTURAS DE CONTROLE EMPRESARIAL

Boa parte dos pesquisadores se concentra em soluções para os conflitos de interesses entre agentes e principais, porém poucos se propuseram a sistematizar os principais instrumentos de controle utilizados pelas empresas para o fim de maximizar o *shareholder value*. Geralmente, as pesquisas se consubstanciam em análises individuais para verificação da eficiência por meio de alguma correlação com o desempenho financeiro das companhias.

Em consolidação da literatura, Marco Becht, Patrick Bolton e Ailsa Roell apresentam cinco mecanismos de controle corporativo: (i) concentração parcial da propriedade e do controle nas mãos de um ou poucos grandes investidores;

---

<sup>108</sup> Shleifer e Vishny, *Op. cit.*, p. 737.

(ii) aquisições hostis e disputas por procurações; (iii) delegação e concentração do controle no conselho; (iv) alinhamento de objetivos dos executivos com investidores mediante contratos de remuneração executiva; e (v) deveres fiduciários dos CEOs claramente definidos juntamente a ações judiciais coletivas, que bloqueiam decisões que contrariem os interesses dos investidores ou que buscam indenizações por ações anteriores que causaram danos a seus interesses.<sup>109</sup>

Segundo os autores, há concordância na literatura de que caracterizar as empresas como maximizadoras de lucros submetidas a certas restrições é uma simplificação demasiada, assim como que problemas de agência e questões sobre o controle são fundamentais para as finanças corporativas. Uma parte relevante do problema seria a redução equivocada dos valores mobiliários a suas características relacionadas ao fluxo de caixa, ignorando o voto no *equity* e os direitos dos credores em eventual falência da companhia. Outra concordância seria o entendimento de que os executivos precisam de monitoramento e incentivos adequados para que possam maximizar o valor total da empresa.

De todo modo, existem muitas controvérsias. Becht, Bolton e Roell criticam os planos de opções na remuneração executiva, defendendo que seriam incentivos ineficientes e que criam novos conflitos de interesses. Argumentam também que os conselhos seriam monitores fracos e inefetivos dos executivos e que as tomadas hostis de controle seriam raras porque as companhia-alvo já estariam protegidas por defesas *anti-takeover*, além de entenderem que o valor combinado da operação não é significativamente diferente de zero. Há, ainda, a descrença na intervenção direta por parte dos acionistas, tendo em vista que as brigas por procurações são difíceis de ganhar e as ações coletivas são desafiadas na ausência de evidências fortes de condutas ilegais dos executivos.

Não se tem por objetivo realizar uma análise profunda das cinco estruturas, visto que os assuntos foram amplamente estudados de forma individual e cada uma poderia ser objeto de um trabalho específico. A intenção é trazer maior concretude às ideias que estão sendo debatidas e proporcionar fundamentos para compreensão dos modelos de governança mundialmente praticados.

---

<sup>109</sup> BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROELL, Ailsa. Corporate governance and control. CONSTANTINIDES, George; HARRIS, Milton; STULZ, René (ed.). Handbook of the economics of finance. v. 1. Amsterdam: North-Holland, 2003, p. 1-109.

### 3.1.1 Concentração de propriedade

De modo intuitivo, a concentração do controle é entendida como uma forma de diminuir os conflitos de agência em virtude das vantagens no monitoramento, sobretudo porque acionistas dispersos e com um portfólio extenso de investimentos possivelmente não tenham tanto interesse em verificar as atividades que estão sendo desempenhadas pelos executivos.

Há evidências no sentido de que países com proteções aos investidores mais fracas costumam possuir concentração de propriedade como mecanismo de proteção alternativo.<sup>110</sup> Entretanto, isso não significa que a dispersão acionária seria superior em termos de maximização de valor, visto que o que deve interessar é a habilidade de controle efetivo dos executivos quando necessário e não o nível de concentração acionária. A evidência consolidada na literatura é de que países cujas proteções dos investidores são fracas possuem um *valuation* menor, bem que a concentração da propriedade tende a aumentar o valor companhia em especial nesses lugares de vulnerabilidade dos acionistas.<sup>111</sup>

Na opinião de Becht, Bolton e Roell, o principal mecanismo de mitigação dos conflitos de agência é a concentração parcial da propriedade e do controle nas mãos de um ou poucos grandes investidores. Usualmente, os custos enfatizados para essa forma de governança corporativa são o potencial conluio dos grandes acionistas com os executivos contra investidores menores e também a redução de liquidez de mercados secundários.<sup>112</sup>

Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon sugerem que a extração de renda por parte do controlador se dá por meio do recebimento desproporcional de lucros, do congelamento dos minoritários em operações em que a companhia é adquirida ou pela alienação do controle por um prêmio que reflita também a capitalização dos benefícios da posição. Os autores explicam que os acionistas minoritários devem preferir a presença de um controlador desde que os benefícios recebidos pela

---

<sup>110</sup> LA PORTA, Rafael *et al.* Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, 1998, p. 1152.

<sup>111</sup> LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun. 2002.

<sup>112</sup> Becht, Bolton e Roell, *Op. cit.*, p. 4.

redução dos custos de agência em relação aos executivos superem os custos dos benefícios privados do controle.<sup>113</sup>

Na tentativa de limitar os benefícios do controle, o direito empresarial de alguns dos países de estrutura acionária concentrada restringe os poderes dos grandes acionistas na companhia, depositando a responsabilidade de coordenar as ações dos acionistas no conselho de administração. Por mais que os minoritários recebam melhor proteção nesses países, isso se dá ao preço de aumentar o poder de discricção dos executivos. A principal questão seria como regular os grandes acionistas para obtenção do balanceamento ideal entre a discricionariedade da gestão e proteção dos minoritários.

Outra possibilidade relacionada à concentração de propriedade seriam as ações dos acionistas minoritários, que podem reivindicar a remoção de conselhos se forem vitoriosos em batalhas por procurações ou simplesmente trazer propostas para exercerem seus direitos ativamente. Uma pesquisa recente demonstrou que ativismos que adotam características de aquisições estão associados com melhoras no preço das ações, porém ativismos que não estão associados à formação de blocos de propriedade não afetam significativamente.<sup>114</sup>

### 3.1.2 Aquisições hostis

A aquisição hostil é um mecanismo de governança externo e também uma solução extrema, já que possibilita que a companhia adquirente passe pela gestão da companhia-alvo e realize a tomada do controle por meio da concentração das ações com direito a voto. Quanto à expressão “hostil”, Antonio Menezes Cordeiro defende que a oferta da interessada “apenas traduz uma proposta aprazível, ou não teria hipótese de êxito”, indicando que a suposta hostilidade se refere apenas à administração da companhia, tendo em vista ser evidente que a nova composição acionária pode de fato ditar seu afastamento.<sup>115</sup>

Como regra geral, as companhias de capital aberto mal administradas são

---

<sup>113</sup> GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, p. 785-843, 2003.

<sup>114</sup> DENES, Matthew R.; KARPOFF, Jonathan M.; MCWILLIAMS, Victoria B. Thirty years of shareholder activism: a survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, v. 44, p. 405-424, jun. 2017.

<sup>115</sup> CORDEIRO, Antonio Menezes. Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, ano 54, v. 3, dez., 1994, p. 767.

bons alvos para aquisições de controle. Quando algum agente do mercado entende que por algum motivo, seja por capacidade empresarial, ganhos de sinergia ou adequação à realidade econômica, pode geri-la de forma mais eficiente do que a atual gestão, há um cenário favorável a tentativas de tomada de controle com provável destituição dos administradores.

Assim como os clássicos mecanismos internos de alinhamento de interesses entre o principal e o agente, o mercado de controle acionário funciona como um parâmetro objetivo de eficiência da administração que tem a função de proteger os interesses dos acionistas da empresa. Isso visto que, invariavelmente, a ameaça de tomada de controle faz com que a administração da empresa precise empenhar esforços para garantir uma gestão competente.<sup>116</sup>

Michael C. Jensen e Richard S. Ruback classificam o mercado de controle como uma espécie de arena em que times alternativos de gestão competem pelos direitos de gerir os recursos corporativos. Age, portanto, como um regulador da eficiência na gestão empresarial das companhias inseridas na bolsa de valores, incentivando de maneira indireta que os administradores façam um bom trabalho e gerem valor para todos os seus acionistas/investidores.<sup>117</sup>

Sobre sua eficiência, as evidências apontam que as aquisições hostis geram grandes prêmios para os acionistas das companhias-alvo, mas que o ganho para a companhia adquirente e o ganho total não é significativamente diferente de zero.<sup>118</sup> Não se tem uma definição concreta se os prêmios seriam decorrentes da correção das ineficiências das companhias-alvo, de sinergias entre adquirentes e alvos ou se simplesmente retiram recursos dos acionistas adquirentes e outros *stakeholders* da adquirente para os acionistas da companhia-alvo.

Trata-se de um instrumento utilizado primordialmente em estruturas de propriedade dispersa que pode perder seu poder de controle da eficiência pela regulação e inclusão de medidas *anti-takeover*. É possível, porém, que as defesas das companhias-alvo sejam positivas por auxiliarem o conselho a extrair maiores prêmios na negociação com a companhia adquirente.

---

<sup>116</sup> MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, v. 73, n. 2, abr. 1965, p. 113.

<sup>117</sup> JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 6.

<sup>118</sup> ANDRADE, Gregor; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, p. 103-120, 2001.

Novamente, há dúvidas no que diz respeito aos efeitos de entrincheiramento causados pelas medidas defensivas. Inclina-se no sentido de que o efeito da inclusão de defesas é ligeiramente negativo, sugerindo que o efeito da barganha em relação à exigência de negociação com o conselho para concretização da operação é inferior ao efeito do entrincheiramento.<sup>119</sup>

Embora haja dados que possivelmente indiquem que o mercado de controle pode contribuir para correção de ineficiências, a atividade de fusões e aquisições exige atenção a uma série de detalhes que podem interferir na análise sobre o real benefício da operação. Deve haver maior cuidado com políticas de incentivo para não suscitar a prática de *empire-building*, assim como deve haver cuidado com defesas que potencialmente gerem entrincheiramento.

### 3.1.3 Delegação de poderes para o conselho

A delegação de poderes para um conselho de administração tem o objetivo de controlar o problema da agência pela separação das decisões, de modo que a iniciação e implementação cabem aos executivos e a ratificação e o monitoramento cabem a um conjunto de profissionais escolhidos pelos acionistas para substituí-los. Os conselheiros são indivíduos capacitados com algum conhecimento relevante que pode contribuir para elaboração de estratégias, motivo pelo qual os acionistas costumam interferir apenas pontualmente.<sup>120</sup>

Para evitar que o conselho seja capturado, costuma-se recomendar que o colegiado tenha em sua composição membros independentes sem qualquer ligação com a companhia ou blocos de controle. Além disso, muito se discute a respeito da proporção ideal de membros independentes no conselho, sobre a dualidade de funções do diretor-presidente e sobre a composição de comitês que se submetem ao conselho de administração.

Renée B. Adams, Benjamin E. Hermalin e Michael S. Weisbach reúnem diversas pesquisas empíricas e constatam que conselheiros externos tendem a ser mais amigáveis aos acionistas, ainda que diferentes composições não apresentem grande diferença em termos de o desempenho. Os autores desconfiam que os membros externos apenas sejam superiores na perspectiva dos acionistas porque

---

<sup>119</sup> Gompers, Ishii e Metrick, *Op. cit.*

<sup>120</sup> Fama e Jensen, *Op. cit.*, p. 322-323.

costumam ser incluídos após um desempenho ruim ou então porque demonstram seus valores em momentos de crise na companhia.<sup>121</sup>

Concluem ainda que há ambiguidade no que diz respeito à dualidade de funções do diretor-presidente e que o conselho deve ser cauteloso em proibições, tendo em vista que tornar o trabalho dos CEOs pior geralmente tende a gerar um aumento da remuneração executiva. Nessa linha, é importante que se pense nas possíveis contribuições dos executivos internos em decisões do conselho que sejam relacionadas ao trabalho que fazem no dia a dia.

### 3.1.4 Contratos de remuneração executiva

Os contratos de remuneração são vistos como incentivos para o alinhamento de interesses entre agentes e principais, sobretudo quando propõem a mesma forma de compensação para ambos. É dizer, os executivos recebem o pagamento por meio de ações ou opções para que se sofram as mesmas oscilações dos acionistas e tenham a intenção de aumentar o *shareholder value*.

As discussões envolvem qual seria o *design* mais adequado para que se tenha a melhor sensibilidade ao desempenho. Para responder, os pesquisadores analisam o desempenho financeiro das companhias em relação a detalhes como o número de ações/opções concedidas, o preço de exercício e os movimentos do mercado ou da indústria em que a empresa está. Há uma série de divergências sobre a eficiência da remuneração como instrumento de incentivo em virtude da possível desconexão com o desempenho.

Parte dos estudiosos defende que os contratos de remuneração causam mais conflitos de agência do que mitigam, o que pode se dar por meio da extração de renda através de planos excessivamente onerosos ou pela incitação para adoção de medidas que aumentem as cotações no curto prazo. Nesse sentido, diversas evidências apontam que as compensações executivas contribuíram para as crises que aconteceram nos Estados Unidos.<sup>122</sup>

As altas remunerações também são objeto de crítica, sob a acusação de que

---

<sup>121</sup> ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, v. 48, n. 1, 2010, p. 97-98.

<sup>122</sup> Bebchuk, Cohen e Spamann, *Op. cit.*

não há correspondência entre métricas associadas à capitalização de mercado e as compensações executivas. Nesse sentido, o Dodd-Frank Act instituiu requerimentos para divulgação de uma série de informações sobre os altos pagamentos recebidos pelos executivos, incluindo a razão entre a remuneração total do CEO e as rendas auferidas pelo trabalhador médio da companhia.

### 3.1.5 Deveres fiduciários e ações judiciais

Os deveres fiduciários são obrigações de um agente que age em nome de outra pessoa ou organização, posição em que assume o compromisso de colocar os interesses do representado antes dos seus e exercer sua função de maneira ética, confiável e guiada pela boa fé. Tanto no direito estadunidense como no brasileiro, os principais são o dever de diligência e o dever de lealdade.

Critica-se o *enforcement* dos deveres fiduciários em razão dos contratos de seguro conhecidos como *director and officer* (D&O), utilizados para proteger os conselheiros e executivos da responsabilidade civil por eventuais condenações em cumprimento de suas funções.<sup>123</sup> Embora o art. 158 da Lei nº 6.404/1976 estipule que o administrador de companhia registrada no Brasil não responde pessoalmente pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, há exceção para prejuízos causados com culpa, dolo, violação de lei ou estatuto social. Logo, há entendimento de que o seguro pode ser acionado quando o executivo violar o dever de diligência, desde que não aja com deslealdade.<sup>124</sup>

Nesse sentido, há evidência de que a contratação por parte da companhia de seguro de responsabilidade para seus administradores afeta o custo do *equity* em virtude do encorajamento à tomada de risco e seu efeito de disciplinar o poder de litigância dos acionistas. Diminui-se, ainda, o incentivo para a transparência e pode desencadear divulgações de pior qualidade.<sup>125</sup>

Além disso, a *business judgment rule* tende a limitar as possibilidades de os acionistas condenarem os executivos por descumprimento de deveres fiduciários.

---

<sup>123</sup> Becht, Bolton e Roell, *Op. cit.*, p. 18-19.

<sup>124</sup> GOLDBERG, Ilan. Para que serve o contrato de seguro de responsabilidade para administradores? Consultor Jurídico. 20 mai. 2019. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2019-mai-20/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro>> Acesso em 5 nov. 2020.

<sup>125</sup> CHEN, Zhihong; LI, Oliver Zhen; ZOU, Hong. Directors' and officers' liability insurance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 61, p. 100-120, 2016.



Em síntese, a regra protege a discricionariedade decisória dos administradores bem intencionados e os exime do dever de indenizar eventuais prejuízos causados no desempenho de suas funções. Trata-se de uma norma criada pela jurisprudência do estado de Delaware que tem o objetivo de conceder segurança para que o membro do conselho possa tomar decisões mais eficientes, ainda que dê mais espaço para descuidos e eventuais oportunismos.<sup>126</sup>

No Brasil, a regra da decisão negocial é também aplicada expressamente aos executivos da companhia. A aplicação não é criação jurisprudencial, mas tem origem normativa no art. 159, § 6º, da Lei nº 6.404/1976 e é frequentemente objeto de fundamentação de decisões da CVM. A manifestação mais citada foi proferida pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no PAS RJ2005/1443, expressando que a jurisprudência estadunidense pode servir como bom subsídio e que seria possível utilizar dos mesmos *standards* do dever de diligência.<sup>127</sup>

Embora a aplicação da regra abra caminho para a responsabilização por violação do dever de diligência e não se constitua um óbice tão intransponível como se observa na experiência norte-americana, ainda é uma barreira no conhecimento das ações de responsabilidade. Inclusive, a lei brasileira restringe a proposição da demanda a acionistas que possuam no mínimo 5% do capital social da companhia, dificultando a utilização da ameaça das ações de responsabilidade de executivos como estrutura de controle eficiente na governança corporativa.

### 3.2 MODELOS DE GOVERNANÇA

O modelo adotado pelos Estados Unidos concentrou a maior parte dos estudos sobre a governança no século passado, influenciando a perspectiva que se tem de boa governança em nações como o Brasil e solidificando a ideia de que existiria uma forma mais adequada de estruturação das empresas para mitigação de ineficiências e alinhamento de interesses. Entretanto, o sucesso de alguns países cujas práticas divergiam bastante daquelas estabelecidas pela teoria da agência suscitou a ampliação da análise.

---

<sup>126</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. *Vanderbilt Law Review*, v. 57, 2004, p. 129.

<sup>127</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. 953, p. 51-74, 2015.

Houve um esforço dos pesquisadores para que se compreendessem as origens históricas dos diferentes modelos de governança corporativa e se definisse qual seria mais eficiente na prática. Vários trabalhos tiveram por objetivo verificar as características das *big four*, que eram as grandes economias mundiais na época: Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão. Os dois primeiros teriam suas economias centradas no mercado e os dois últimos seriam centrados nos bancos, proporcionando dois modelos principais.<sup>128</sup>

A categorização possui raízes históricas e explicita as formas pelas quais diferentes países financiam suas companhias abertas. De acordo com Mark J. Roe, os Estados Unidos possuem uma política de fragmentação de intermediários enraizada no federalismo, populismo e pressões de grupos de interesse que contribuiu para a pulverização acionária. De outro lado, Alemanha e Japão possuem um diferente conjunto de leis que dão suporte a um modelo de governança que facilita as interações entre acionistas e gestores, além de extensos laços de colaboração entre as instituições financeiras e as empresas ou então entre as próprias companhias.<sup>129</sup>

Nesse sentido, entende-se que as estruturas de governança corporativa variam justamente pelas diferenças observadas nas histórias políticas, culturas e caminhos de desenvolvimento dos países. Na visão de Roe, a clássica explicação econômica que se tem da companhia aberta, enfatizando as economias de escala, a diversificação de acionistas e a divergência entre os objetivos dos acionistas e executivos deve ser diminuída em sua proporção e considerada como um caso especial que adveio da fragmentação de intermediários.<sup>130</sup>

Há quem divida os modelos entre anglo-saxão e europeu continental, evidenciando principalmente o nível de concentração da propriedade acionária das companhias em cada contexto.<sup>131</sup> Contudo, vale destacar que a maioria das comparações utiliza também a experiência japonesa devido ao sucesso que o país obteve anteriormente à crise asiática. Posto isso, a divisão entre economias

---

<sup>128</sup> Essa seria a primeira geração de pesquisas sobre a governança, tendo a segunda geração acrescentado a análise dos sistemas legais de cada país na comparação entre os modelos (Denis e McConnell, *Op. cit.*, p. 11).

<sup>129</sup> ROE, Mark J. Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States. *The Yale Law Journal*, v. 102, 1993, p. 1929.

<sup>130</sup> *Id.*

<sup>131</sup> BECHT, Marco; ROELL, Ailsa. Blockholdings in Europe: an international comparison. *European Economic Review*, v. 43, p. 1049-1056, 1999.

centradas no mercado e nos bancos parece mais coerente com os trabalhos que relacionavam diferentes modelos.

Desta maneira, ainda que existam diferenças, passa-se a expor os modelos de governança corporativa em conjunto.

### 3.2.1 Modelo anglo-saxão

De acordo com a denominação, o modelo anglo-saxão ou “de mercado” é composto pelas características dos Estados Unidos e Reino Unido e seus fundamentos estão na teoria da agência. O financiamento das empresas é feito principalmente via *equity*, de modo que a regra é não haver concentração acionária. Em virtude da demanda por transparência e como forma de controle da gestão, as jurisdições contam com leis para garantir que as informações sejam divulgadas de forma adequada aos acionistas.

A companhia aberta tem fortes raízes no conceito de *shareholder value*, tendo o modelo consagrado a ideia de que o objetivo da empresa é basicamente a maximização da riqueza dos acionistas. Há necessidade de se instituir mecanismos de controle e incentivo da gestão da companhia para alinhamento de interesses, visto que é pressuposto o oportunismo do agente. Nesse viés, a independência do conselho contribui para o monitoramento imparcial dos executivos e a celebração de planos de remuneração variável exerce um papel importante para incentivo ao aumento do desempenho da gestão.

Como mecanismo externo de correção da ineficiência, o modelo se distingue por possuir um mercado de controle acionário. Em observância à dispersão dos direitos de propriedade nesses países, a tomada de controle se consubstancia em uma forma viável de controlar o baixo desempenho da gestão empresarial com a provável demissão dos executivos. Além disso, a alta rotatividade desses cargos decorrente da possibilidade de demissão a critério do conselho faz com que o mercado de trabalho executivo seja flexível.

Todo esse sistema, por sua vez, contribui para uma governança corporativa baseada no curto prazo. Os executivos são incentivados a dirigirem a companhia conforme as oscilações de mercado para viabilizar a maximização da riqueza dos acionistas ainda durante o seu mandato, sob pena de serem substituídos ou de a empresa sofrer uma aquisição hostil. Além disso, a postura é incentivada pela

ganância de se alcançar o *strike* atribuído às opções em ações, o que conflita com o objetivo inicial da remuneração variável.

### 3.2.2 Modelo nipo-germânico

Por sua vez, o modelo nipo-germânico ou “de relacionamento” é composto pelas características da governança corporativa da Alemanha e do Japão e encontra fundamento na teoria dos *stakeholders*. O financiamento das empresas se dá principalmente via tomada de dívida bancária, sendo regra nesses países a concentração do capital nos bancos ou famílias. Diante disso, embora haja maior controle direto, não há o mesmo esforço para garantir a transparência das informações aos acionistas minoritários.

Nesse contexto, a companhia aberta busca balancear os interesses dos vários *stakeholders* que compõem a companhia. Como efeito da concentração da propriedade com grandes acionistas, há menos espaço para discricionariedade na tomada de decisão empresarial. Desta maneira, a maior preocupação no modelo advém dos benefícios privados do controle, que tendem a produzir ineficiência e gerar conflito com os minoritários.

Os países que seguem o modelo nipo-germânico possuem mercados de controle acionário pouco desenvolvidos, já que a concentração da propriedade exige a vontade do controlador na alienação. Do mesmo modo, a gestão da empresa tende a contribuir pela estabilidade do mercado de trabalho executivo e possibilitar a tomada de decisões visando o longo prazo.

### 3.3 A SUPOSTA CONVERGÊNCIA À GOVERNANÇA IDEAL

Já no final do século passado, iniciou-se um movimento que previa a convergência dos modelos de governança. A transformação derivaria do suposto fracasso de certas práticas tidas como inferiores, da provável mudança de grupos de influência para a classe emergente dos acionistas e das pressões exercidas pela competição no mercado globalizado.

Conforme dito, a explicação econômica da companhia aberta enfatiza a existência das economias de escala, diversificação de acionistas e a divergência entre os objetivos da gestão e dos acionistas, prevendo que economias similares

possuem também estruturas similares. O raciocínio é que “existe uma melhor forma de fazer aço e, presumivelmente, existe uma melhor forma de organizar grandes empresas de aço”, ilustra Mark J. Roe.<sup>132</sup>

Ronald J. Gilson identifica três possibilidades: 1) convergência funcional, quando as instituições existentes não possuem flexibilidade para apresentarem respostas às eventuais demandas de alteração das circunstâncias sem alterarem suas características formais; 2) convergência formal, quando uma resposta efetiva requer ação legislativa para alteração da estrutura básica das instituições de governança corporativa existentes; e 3) convergência contratual, quando a resposta assume a forma de contrato porque as instituições de governança existentes carecem de flexibilidade para responder sem modificações formais e as barreiras políticas restringem a capacidade da mudança das instituições.<sup>133</sup>

A convergência funcional viria antes da formal, visto que a formal teria maiores custos, inclusive políticos, oriundos da modificação das instituições complementares com características próprias. Novas instituições requerem novos investimentos e as já existentes, por outro lado, já desenvolveram grupos de interesses que dificultam a ação política. Seriam exemplos a sensibilidade dos mandatos ao mau desempenho no Japão e a alteração dos membros do conselho de supervisão na Alemanha, objetivando desarmar as coalisões geradas pela participação de membros indicados pelos trabalhadores.<sup>134</sup>

Por outro lado, a convergência contratual busca definir as regras de governança corporativa por meio de contratos, o que pode acontecer tanto dentro como fora do mercado de ações. Fora da bolsa, os investidores institucionais utilizam do mercado de *private equity* por meio do veículo das *limited partnerships* e procuram personalizar as regras de governança em instrumento particular para viabilizar a vinculação das partes. Dentro da bolsa, trata-se da possibilidade da listagem de empresas não americanas em uma bolsa americana, o que leva à sujeição dessas empresas aos requerimentos de governança estadunidenses para oportunizar a captação de recursos.<sup>135</sup>

---

<sup>132</sup> Roe, *Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States*, p. 1929.

<sup>133</sup> GILSON, Ronald J. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. *The American Journal of Comparative Law*, v. 49, n. 2, 2001, p. 356.

<sup>134</sup> *Ibid.*, p. 338-340.

<sup>135</sup> COFFEE JR., John C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, v. 93, n. 3, 1999, p. 650.

Atualmente, tem ganhado força uma projeção de convergência através da governança corporativa global. Estudiosos estão inclinados no sentido de que as diretrizes de instituições supra-nacionais, como o Banco Mundial, a OCDE e o G-20, possuiriam grande relevância na determinação de padrões. Também se ressalta o papel dos acordos internacionais, que indicariam um comprometimento entre nações para o desenvolvimento de uma governança melhor.<sup>136</sup>

Sempre houve dúvidas, porém, de qual seria o sistema de governança ideal para o qual tenderia a convergência global.

### 3.3.1 A superioridade do modelo anglo-saxão

Embora supostamente haja a possibilidade de se criar um modelo de governança corporativa diferente, vários autores fazem a previsão de que o movimento convergirá para o modelo anglo-saxão. Dentre as vozes mais enfáticas, Henry Hansmann e Reinier Kraakman induzem que o consenso geral sobre a supremacia do “modelo padrão”, isto é, aquele orientado ao interesse do acionista, marcaria “o fim da história do direito empresarial”.<sup>137</sup>

Há entendimento de que existe um alto nível de convergência global desde o final do século XIX, caracterizado pela prevalência da personalidade jurídica, da responsabilidade limitada, da propriedade compartilhada com os investidores, da delegação da gestão por uma estrutura de conselho de administração e da participação societária transferível. As referidas características indicariam que as firmas seriam fortemente responsivas aos interesses dos seus acionistas sem necessariamente ditarem as formas pelas quais seriam regulados os interesses dos outros participantes no negócio.

Segundo os autores, o modelo voltado ao interesse dos acionistas deve ser reconhecido como superior pela força da lógica, do exemplo e da competição. O modelo anglo-saxão seria mais eficiente por proteger melhor o acionista, incentivá-lo a maximizar o valor da companhia, diminuir custos de captação pelo acesso aos investidores estrangeiros, promover melhores resultados econômicos,

---

<sup>136</sup> SACHS, Ram. The international law of corporate governance. *Pace International Law Review*, v. 32, n. 1, p. 57-102, 2019.

<sup>137</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *The Georgetown Law Journal*, v. 89, 2001, p. 468.

agilizar o abandono de investimentos ineficientes e viabilizar o desenvolvimento de novos mercados de produtos.<sup>138</sup>

Ocorre que a conclusão de que o modelo anglo-saxão de governança seria de fato o superior não é consensual. Para Douglas M. Branson, prevalece no mundo o capitalismo inclusivo, que está intimamente integrado à ordem social e não se sustenta sozinho como era a proposto o capitalismo individualista de Ronald Reagan ou Margaret Thatcher. As altas taxas de divórcio, assassinato e encarceramento e as remunerações obscenas dos executivos empresariais no contexto estadunidense simbolizariam o abandono da coesão social.<sup>139</sup>

Além disso, o autor entende que tampouco existe evidência robusta da convergência global da governança corporativa. Em crítica direta, sustenta que a academia de direito empresarial dos Estados Unidos “periodicamente se apaixona por suas próprias ideias”,<sup>140</sup> concluindo ainda, na sequência, que dificilmente alguém verá estudiosos e advogados tão culturalmente e economicamente insensíveis e condescendentes como as referidas elites.<sup>141</sup>

As críticas da corrente progressista do direito empresarial também são utilizadas para afastar o suposto modelo padrão. Embora Hansmann e Kraakman tenham sugerido um consenso, diversos juristas já se posicionaram no sentido de que o direito na verdade protegeria todos envolvidos na atividade empresária e não teria o objetivo da *shareholder primacy*. Nesse sentido, defende-se que houve uma alteração na orientação à riqueza dos acionistas para uma conceituação mais ampla dos interesses de todos *stakeholders*, evolução legal que teria coincidido com a crescente visibilidade do *corporate social responsibility*.<sup>142</sup>

Sendo assim, parte dos autores compreende que a visão orientada ao atendimento do interesse do acionista é falha por se resumir à estabilização da relação entre agente e principal. Trataria-se, basicamente, um sistema fechado que carece de maiores dados para verificação de quais práticas de governança seriam mais adequadas ao caso concreto.

---

<sup>138</sup> *Ibid.*, p. 449-451.

<sup>139</sup> BRANSON, Douglas M. The very uncertain prospect of global convergence in corporate governance. *Cornell International Law Journal*, v. 34, n. 2, 2001. p. 347-349.

<sup>140</sup> *Ibid.*, p. 322.

<sup>141</sup> *Ibid.*, p. 362.

<sup>142</sup> WILLIAMS, Cynthia A.; CONLEY, John M. An emerging third way – the erosion of anglo-american shareholder value construct. *Cornell International Law Journal*, v. 38, n. 2, p. 492-551, 2005.

### 3.3.2 A persistência das estruturas de governança

Ocorre que existem pressões contrárias à convergência da governança que buscam tão somente manter o *status quo*. A principal resistência à mudança é conhecida como *path dependence*, que seria a dependência existente em relação à trajetória da empresa e ao país em que está sediada.

De acordo com Lucian A. Bebchuck e Mark J. Roe, o padrão existente nas estruturas de propriedade de um país também depende em parte dos padrões que esse país teve anteriormente. Por esse motivo, países com estruturas diferentes em decorrência de suas circunstâncias ou até de acidentes históricos podem persistir com a divergência estrutural a despeito de suas economias eventualmente terem se tornado similares ao longo do tempo. A dependência em relação à trajetória pode advir de estruturas ou de regras vigentes, contrariando a projeção de convergência tanto em função da pressão por parte dos grupos de interesse que se favorecem com o dito formato como pela própria eficiência das disposições no contexto geral que a companhia se insere.<sup>143</sup>

Vale dizer, mesmo que mais eficiente, a adaptação da empresa à nova realidade gera custos e esforço político. Especialmente pela necessidade de se ajustar instituições complementares para alteração de uma regra ou estrutura, a mudança brusca de sistemas pode ocasionar impactos negativos que fazem com que a convergência para um modelo supostamente mais eficiente se mostre na prática uma medida ineficiente.

Em algumas circunstâncias, a *path dependence* pode ser reforçada por regras formais que impedem a convergência. Por exemplo, caso se proponha implementar um modelo centrado no financiamento via mercado de ações e não mais via bancos na Alemanha, observaria-se que a lei tributária do país agiria como um empecilho à mudança, uma vez que estabelece a incidência de imposto com alíquota de 42% na venda de participação. É dizer, a alteração de uma regra ou estrutura depende da alteração simultânea das instituições complementares, demandando maior esforço político.

---

<sup>143</sup> BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, v. 52, nov. 1999. p. 129.



### 3.3.3 O cenário de *backlash* da governança

Em 2006, Ronald J. Gilson apresentou uma leitura que explicou a incidência dos controladores no mundo e suas implicações. O trabalho trouxe três afirmações: (i) acionistas controladores não somente aparecem em jurisdições com leis ruins, mas também em jurisdições com leis boas, que protegem os investidores externos à companhia adequadamente; (ii) benefícios privados não-pecuniários do controle, como benefícios físicos e o prestígio sociopolítico do controle, ajudam a explicar a prevalência dos controladores em diferentes jurisdições e países; (iii) controladores podem gerar consequências macroeconômicas ruins mesmo quando os minoritários são suficientemente protegidos.<sup>144</sup>

O autor entendeu que os sistemas baseados nos acionistas controladores eram menos adaptáveis, motivo pelo qual não apresentou previsões favoráveis ao longo prazo dessa estruturação de propriedade. Para Gilson, a globalização aumentaria a competição de produtos, o que pressionaria sistemas baseados em acionistas controladores. A competição de produtos diminuiria a vantagem dos controladores em relação à mitigação de custos de agência pela substituição da necessidade de monitoramento, assim como criaria a demanda por uma gestão mais eficiente e acesso a mercados de capitais externos.

Em 2020, Mariana Pargendler demonstra que o panorama corporativo mudou drasticamente e que algumas previsões de Gilson não se materializaram.<sup>145</sup> Houve um notável crescimento dos acionistas controladores e de estruturas com ações de duas classes, o que teria também se dado pelos próprios benefícios privados não-pecuniários do controle da indústria tecnológica. Pesquisadores têm também defendido que acionistas controladores podem ter uma melhor orientação de longo prazo e mais habilidade de comprometimento, mostrando que em termos macroeconômicos as consequências podem ser positivas.<sup>146</sup>

Adicionalmente, Pargendler ressalta que considerações relacionadas a custos de agência e benefícios privados não-pecuniários do controle não são

---

<sup>144</sup> GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 6, p. 1641-1679, abr. 2006.

<sup>145</sup> PARGENDLER, Mariana. Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs. *The Journal of Corporation Law*, v. 45, n. 4, p. 953-975, jul. 2020.

<sup>146</sup> CHOI, Albert H. Concentrated ownership and long-term shareholder value. *Harvard Business Law Review*, v. 8, p. 53-99, 2018.

suficientes para explicar o crescimento e a persistência da propriedade concentrada e de ações de duas classes em tantas jurisdições. Para a autora, o nacionalismo tem sido uma força poderosa na evolução do direito empresarial e da governança, motivo pelo qual seus objetivos devem ser levados em conta para o entendimento das estruturas de propriedade vigentes.

Pargendler entende que os debates sobre a convergência da governança negligenciaram elementos chave da política nacional e o papel dos mecanismos de governança como expressão do nacionalismo. Cita-se, por exemplo, as estruturas de propriedade, as defesas contra aquisições, a escolha de leis e a proteção a investidores como alguns instrumentos de direito empresarial utilizados para controle doméstico de companhias. Particularmente, o medo de aquisições estrangeiras modelou a legislação de *takeovers* no mundo todo a ponto de reformas internas carregarem o nome de empresas de outros países que tentaram realizar aquisições, como a “emenda Danone” na França, o “decreto Lactatis” na Itália e a “lei Cadbury” promulgada no âmbito do Reino Unido.<sup>147</sup>

O debate sobre os determinantes da governança sempre gravitou entre duas explicações diferentes: eficiência e política. Contudo, visões restritas à eficiência focam exclusivamente nos custos de agência e visões restritas à modelagem da governança por grupos de interesse negligenciaram o apelo popular a políticas corporativas de cunho nacionalista. De acordo com Pargendler, as previsões sobre os efeitos da globalização no direito empresarial podem ser falhas por deixarem de considerar que a combinação da concentração de propriedade estrangeira com o déficit político desses acionistas pode levar a um cenário de “nem convergência e nem persistência, mas *backlash*”.<sup>148</sup> Ou seja, o crescente domínio de investidores estrangeiros dos mercados de capitais locais pode gerar uma maior pressão política por reformas que não sejam amigáveis a esses acionistas específicos.

A autora ainda faz uma ressalva de que a previsão poderia se alterar em virtude de eventual queda do nacionalismo no mundo diante da crescente orientação cosmopolita das elites globais, porém, mesmo que isso realmente possa acontecer no longo prazo, ainda não seria o momento.

---

<sup>147</sup> PARGENDLER, Mariana. The grip of nationalism on corporate law. *Indiana Law Journal*, v. 95, n. 2, p. 533-590, abr. 2020.

<sup>148</sup> *Ibid.*, p. 537.

### 3.3.4 A interdependência entre as empresas e o ambiente

Na opinião de Mauro F. Guillén, o questionamento de qual modelo seria o mais efetivo é uma tarefa fútil, tendo em vista que países desenvolvem modelos que se encaixam em suas legislações, instituições, circunstâncias políticas e na sua posição na economia global. Os sistemas de governança corporativa estariam acoplados nas tradições regulatórias das áreas bancária, tributária e concorrencial, bem como não existiriam isolados de outras características institucionais que também estariam diretamente relacionadas com as formas pelas quais as empresas competem na economia global.<sup>149</sup>

Exemplificando a interdependência, o famoso trabalho de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny demonstra que a diferença de proteção aos investidores contribui ao desenvolvimento de mecanismos substitutos de governança. As empresas inseridas em contextos de fraca proteção aos seus acionistas, como é o *civil law* francês, costumam possuir estruturas de propriedade mais concentradas do que os países de *common law* e incluir cláusulas nos estatutos estabelecendo dividendos obrigatórios.<sup>150</sup>

Nesse sentido, foi desenvolvido um modelo teórico para identificar e explicar a diversidade da governança corporativa nas economias capitalistas avançadas.<sup>151</sup> Observaram-se as variações nas identidades e interesses de cada envolvido com a empresa para explicar a diversidade transnacional nos termos das configurações institucionais que determinam como cada grupo se relaciona com a tomada de decisão e controle de recursos.

Capital	Trabalho	Gestão
Direitos de propriedade	Direitos de representação	Ideologia
a) Em países com direitos de propriedade predominantemente favorecendo grandes acionistas, o capital tende a perseguir in-	a) Em países com direitos de representação predominantemente fortes, o trabalho tende a perseguir estratégias de participação	a) Em países onde as ideologias da gestão legitimam um conhecimento generalista e/ou tomada de decisão hierárquica, a gestão

<sup>149</sup> GUILLÉN, Mauro F. Corporate governance and globalization: is there convergence across countries? *Advances in International Comparative Management*, v. 13, 2000, p. 180.

<sup>150</sup> La Porta *et al.*, *Op. cit.*, p. 1152.

<sup>151</sup> AGUILERA, Ruth V.; JACKSON, Gregory. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, 2003, p. 447.

<p>teresses estratégicos em relação à empresa e exercer o controle via comprometimento.</p> <p>b) Em países com direitos de propriedade predominantemente protegendo acionistas minoritários, o capital tende a perseguir interesses financeiros em relação à empresa e exercer o controle via liquidez.</p>	<p>interna.</p> <p>b) Em países com direitos de representação predominantemente fracos, o trabalho tende a perseguir estratégias de controle externo.</p>	<p>tende a ter maior autonomia em relação à empresa e uma orientação financeira.</p> <p>b) Em países onde as ideologias da gestão legitimam especializações científicas e/ou tomada de decisão consensual, a gestão tende a ter maior comprometimento com a empresa a uma orientação funcional.</p>
<p>Sistema financeiro</p> <p>a) Em países com sistemas financeiros predominantemente baseados em bancos, o capital tende a exercer o controle da empresa via dívida e comprometimento.</p> <p>b) Em países com sistemas financeiros predominantemente baseados no mercado, o capital tende a exercer o controle da empresa via <i>equity</i> e liquidez.</p>	<p>Sindicatos</p> <p>a) Em países com o sindicalismo predominantemente baseado em classe e ofício, o trabalho tende a perseguir estratégias de controle externo.</p> <p>b) Em países com o sindicalismo predominantemente baseado na empresa, o trabalho tende a perseguir estratégias de participação interna.</p>	<p>Padrões na carreira</p> <p>a) Em países com mercados de trabalho executivo predominantemente fechados, a gestão tende a ter maior comprometimento com a empresa e uma orientação funcional.</p> <p>b) Em países com mercados de trabalho executivo predominantemente abertos, a gestão tende a ter maior autonomia em relação à empresa e uma orientação financeira.</p>
<p><i>Network</i> interfirmas</p> <p>a) Em países com um alto nível de multiplicidade de <i>networks</i> interfirmas, o capital tende a perseguir interesses estratégicos em relação à empresa e exercer o controle via comprometimento.</p> <p>b) Em países com baixos níveis de multiplicidade de <i>networks</i> interfirmas, o capital tende a perseguir interesses financeiros em relação à empresa e exercer o controle via liquidez.</p>	<p>Formação de habilidades</p> <p>a) Em países com as instituições de formação de habilidades predominantemente baseadas no mercado e no Estado, o trabalho tende a adquirir habilidades portáteis e a perseguir estratégias de controle externo.</p> <p>b) Em países com as instituições de formação de habilidades predominantemente baseadas na empresa, o trabalho tende a adquirir habilidades específicas e a perseguir estratégias de participação interna.</p>	

Fonte: Ruth V. Aguilera e Gregory Jackson

É dizer, os aspectos institucionais são diretamente responsáveis pelas regras de governança dos países. Portanto, a internacionalização não se trataria da

replicação dos modelos nacionais de governança, mas sim de um processo de hibridização dos arranjos pela necessidade de adaptação de certas práticas aos diferentes contextos institucionais.<sup>152-153</sup>

Entretanto, o país em que a companhia se encontra não é o único fator a influenciar o modelo de governança corporativa. Ainda que não se trate de um sistema fechado fundamentado em apenas uma relação, outras condições, que podem ser específicas a uma empresa ou setor, também têm o poder de afetar o conjunto de práticas adotadas.

Ruth V. Aguilera, Igor Filatotchev, Howard Gospel e Gregory Jackson constroem uma perspectiva de sistema aberto fundamentada na análise holística das práticas de governança, incorporando a noção de que diferentes práticas podem ser mais ou menos efetivas dependendo dos contextos dos diferentes ambientes. Considerando que inexistiria um melhor caminho para a governança efetiva, os autores sugerem que as perspectivas teóricas devem ser utilizadas para capturar variações padronizadas resultantes da interdependência das firmas e o ambiente no qual elas estão inseridas.<sup>154</sup>

Por sua vez, a referida interdependência seria mediada por três fatores: custos, contingências e complementaridades. Custos se referem ao valor dos *inputs* para a governança, como o cumprimento das regulações ou os custos de oportunidade de gerenciar relações com investidores institucionais ao invés de priorizar decisões estratégicas e operacionais. Os custos sistêmicos podem ser dissolvidos por empresas grandes. Contingências se referem a como a governança se interrelaciona com variações dos recursos que formam a interdependência da empresa com os ambientes de mercado, de setor, de regulação ou institucional. Empresas mais maduras usualmente possuem mais recursos diversificados e maior demanda por prestação de contas perante *stakeholders* externos do que empresas mais novas, que possuem bases de recursos mais estreitas e maior foco em aspectos internos da governança. Complementaridades se referem aos conjuntos de

<sup>152</sup> PIETERSE, Jan Nederveen. Globalization as hybridization. FEATHERSTONE, Mike; LASH, Scott; ROBERTSON, Roland. *Global Modernities*. Londres: Sage Publications, 1995, p. 45-68.

<sup>153</sup> Argumenta-se que uma das mudanças necessárias para o avanço da pesquisa da governança é a análise dos conflitos de agência e suas implicações em diferentes arranjos institucionais. (AHRENS, Thomas *et al.* The research frontier in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, v. 15, p. 311-325, 2011).

<sup>154</sup> AGUILERA, Ruth V. *et al.* An organizational approach to corporate governance: costs, contingencies, and complementarities. *Organization Science*, v. 19, n. 3, mai./jun. 2008. p. 476-477.

práticas que estão alinhadas para promover mutuamente a habilidade de alcançar a governança efetiva. A efetividade do conselho independente depende da presença de outros fatores, como um maior envolvimento por parte dos acionistas e fortes proteções legais para investidores.

Logo, práticas como independência do conselho, divulgação de informações e participação social de empregados são capazes de gerar efeitos positivos ou negativos mesmo em empresas inseridas em modelos similares, tudo a depender do tamanho, nível de maturidade, período histórico, estrutura de propriedade e normas trabalhistas aplicáveis à determinada companhia.

Por exemplo, comparando a independência do conselho de administração no contexto de uma grande companhia aberta estadunidense e no contexto de uma pequena companhia britânica arriscada logo após sua abertura de capital na bolsa, nota-se a obtenção de resultados diferentes. Os custos da primeira são moderados, a base de recursos é relativamente extensa, o papel de monitoramento do conselho está protegido pela incerteza em relação ao ambiente e as complementaridades com outras práticas são altas, alinhando a independência do conselho com um ambiente organizacional mais amplo. A segunda tem maiores custos, mais incerteza em relação ao ambiente, rompendo o papel de monitoramento do conselho, além de menores práticas complementares.

Em outras palavras, em que pese a prática de governança corporativa seja reconhecida como superior por si só, a independência do conselho de administração não está tão alinhada à referida empresa britânica diante da verificação dos custos, contingências e complementaridades.

Nessa linha, Aguilera, Filatotchev, Gospel e Jackson entendem que as abordagens de *soft law*, como códigos baseados em práticas “cumpra ou explique”, são benéficas por flexibilizar a adaptação das regras de governança aos contextos específicos de cada empresa, ainda que estejam sujeitas a críticas pela possível falta de *enforcement* do conjunto de diretrizes.<sup>155</sup>

De forma parecida, a recente teoria dos custos do principal se contrapõe à teoria clássica pela insuficiência em se apenas considerar os custos de agência na definição da estrutura de controle ideal, sobretudo diante da variedade de arranjos que são observados na prática. Zohar Goshen e Richard Squire argumentam que a

---

<sup>155</sup> *Ibid.*, p. 488.

análise dos “essencialistas do custo de agência” não explica a dificuldade de se comprovar empiricamente a maior eficiência de companhias em que os acionistas possuem maior poder de intervenção. Para eles, a análise dos custos de agência seria insuficiente pela possibilidade de ineficiência decorrente do aumento do custo relacionado ao controle por parte do principal.<sup>156</sup>

Os custos do principal e custo do agente seriam substitutos, de modo que o aumento de um implicaria na redução do outro. A substituição eficiente dos custos dependeria de fatores relacionados à estratégia de negócios da empresa, à indústria e às características dos investidores e executivos, motivo pelo qual os autores entendem que cada companhia possuiria uma divisão de direitos de controle que minimiza os custos totais do controle. Com essa lógica, o papel do direito deveria ser permitir que as empresas selecionem o arranjo de governança corporativa ideal dentro de suas próprias especificidades.

Sendo assim, o modelo usualmente apontado como exemplo a ser seguido pelas empresas sofre fortes críticas. Cada situação específica necessitaria de uma análise casuística para definição das práticas adequadas, visão que certamente não consagra um modelo supremo de governança que poderia indicar a aproximação do fim da história do direito empresarial.

### 3.4 A APLICAÇÃO DA BOA GOVERNANÇA

Dada a proeminência dos Estados Unidos tanto na economia como nas pesquisas sobre governança corporativa, o modelo anglo-saxão era e ainda é uma referência para outros países. Embora o debate sobre governança ideal esteja em curso e ainda academicamente indefinido, as estruturas de controle americanas passaram a servir de inspiração em mercados de capitais menos desenvolvidos e representam um consenso sobre a boa governança.

Nesse sentido, é comum que se encontrem regulamentos de mercado e até diretrizes oficiais que imponham o modelo anglo-saxão sem levar em consideração os custos, contingências e complementaridades. O Brasil, por exemplo, possui uma história de grandes acionistas e tem reforçado que a boa governança corporativa seria aquela inspirada nos Estados Unidos, o que se constata pela análise do

---

<sup>156</sup> GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard. Principal costs: a new theory for corporate law and governance. *Columbia Law Review*, v. 117, p. 767-829, 2017.

regulamento do Novo Mercado da B3 e do Código de Governança do IBGC, cujas regras são reforçadas pela CVM.

No Novo Mercado, há a obrigação de exclusividade nas ações ordinárias e do percentual mínimo de 15% a 25% em circulação. O art. 12 do regulamento dispõe inclusive a respeito da necessidade de se “envidar melhores esforços para atingir dispersão acionária” nas ofertas públicas de distribuição, indicando a preferência pela estrutura de propriedade estadunidense. Também são incisivas as normas relacionadas à independência do conselho de administração, havendo exigência de que 20% do conselho seja independente e de que os cargos de diretor-presidente e de presidente do conselho não sejam acumulados.

No Código Brasileiro de Governança Corporativa, não há proibição das medidas de defesa contra aquisições hostis e sim a recomendação de que o objetivo deve ser de prevenir oportunismos no mercado. O conselho de administração deve ser composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes, bem como os cargos de diretor-presidente e de presidente do conselho não devem ser acumulados. Também há previsão de que o plano de remuneração deve estar vinculado a resultados, os quais devem ter por objetivo a criação de valor econômico à companhia no longo prazo.

Portanto, constata-se que as estruturas das companhias abertas brasileiras guardam semelhanças com aquelas consolidadas nos Estados Unidos:

	<b>Estados Unidos</b>	<b>Brasil</b>
Estrutura de propriedade	Dispersa	Concentrada
Aquisições hostis	Sim, mas foram reduzidas pelas medidas defensivas	Não, devido ao controle concentrado
Conselho de administração	Ênfase aos membros independentes	Ênfase aos membros independentes
Remuneração executiva	Por ações, com objetivo do <i>shareholder value</i>	Por ações, com objetivo do <i>shareholder value</i>
Ações judiciais	Frequentes e limitadas pela <i>business judgment rule</i>	Raras e limitadas pela <i>business judgment rule</i>

Fonte: autoria própria

Cabe destacar que as normas relacionadas às ações judiciais são impostas pela Lei nº 6.404/1976 e não por regulamentos. Assim, a dificuldade de acesso dos acionistas ao Poder Judiciário no Brasil é uma condição que remonta a uma época em que a governança corporativa estava começando a ser teorizada, de forma que a



diferença ainda persiste no tempo. De todo modo, ainda que com certa cautela, a *business judgment rule* estadunidense tem sido aplicada nas decisões da CVM em caráter administrativo.

Por outro lado, mesmo que a estrutura de propriedade ainda seja diferente em decorrência de um processo histórico de financiamento das companhias abertas, a dispersão acionária passou a aumentar no Brasil sob o incentivo da visibilidade do Novo Mercado às empresas que procuram investidores.

## 4 A DEFINIÇÃO DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Embora sempre tenha sido objeto de investigação, a remuneração executiva ganhou maior relevância acadêmica com a transição do *pay for size* para aquilo que se conhece hoje por *pay for performance*. Houve um movimento de transformação da composição da remuneração em que passou a ser desejável do ponto de vista do alinhamento de interesses que o pagamento dos executivos fosse diretamente atrelado ao preço das ações da companhia.

A história da remuneração executiva está fortemente relacionada com o surgimento da teoria da agência. Desde a década de 1980, inúmeros autores se propuseram a examinar a remuneração do CEO com o objetivo de compreender qual forma de remuneração contribuiria ao desempenho financeiro da empresa pelo alinhamento de interesses do agente.

### 4.1 TEORIAS DA REMUNERAÇÃO

O uso da remuneração executiva como estrutura de governança corporativa gerou um movimento de crítica, principalmente em função da percepção que o pagamento dos executivos não guardava correspondência com o aumento do desempenho das companhias.

Diante disso, duas correntes principais costumam dividir os pesquisadores que buscam explicar a remuneração executiva: contratação ideal e poder gerencial. As visões avaliam dados para entender se há correlação entre o pagamento e o desempenho das empresas, sobretudo com ênfase no crescimento explosivo das compensações em determinados períodos históricos e alterações de composição pelo uso de opções e ações restritas.

#### 4.1.1 Visão da contratação ideal

Pesquisadores adeptos à visão da contratação ideal compreendem que os níveis observados de remuneração e sua composição refletem a competição no mercado de trabalho executivo, bem como que incentivos são estruturados com o fim de otimizar o valor da empresa. Trata-se de uma demanda antiga daqueles que buscam encontrar estruturas de incentivo que promovam a eficiência da atividade,

de modo que os primeiros idealizadores dessa visão são autores que publicaram ainda na década de 1970.<sup>157</sup>

Nesse modelo, há a ideia de que o diretor-presidente deve receber uma remuneração suficiente para empregar esforços na sua função que contribuam à maximização do *shareholder value*. A noção fundamental é de que o pagamento depende da probabilidade de que as ações desejadas pelos acionistas realmente tenham sido postas em prática pelo executivo. Conforme exposto inicialmente por Bengt Holmstrom, o pagamento baseado em ações fornece informações suficientes para que se possa ter conhecimento de quais medidas o profissional tomou para a maximização do valor, sendo, porém, desnecessário caso se consiga estatísticas suficientes por outra remuneração.<sup>158</sup>

De acordo com Kevin J. Murphy, o princípio da informatividade não oferece orientação na determinação de quais medidas seriam incrementalmente informativas a respeito das ações do CEO, já que os contratos não são linearmente relacionados à variedade de medidas não baseadas em ações. Contudo, sem tanta literalidade, os modelos da agência produzem ideias importantes e úteis no entendimento dos contratos existentes, principalmente no que diz respeito ao *trade-off* entre riscos e incentivos da teoria clássica.<sup>159</sup>

Mesmo que os acionistas pudessem monitorar os executivos perfeitamente, não poderiam dizer se as ações tomadas são realmente apropriadas em função da habilidade e informação do executivo. O campo de ação do contratado também seria excessivamente amplo a ponto de diminuir o papel da informatividade na elaboração do plano de remuneração executivo, aumentando os benefícios de simplesmente amarrar o pagamento do agente ao objetivo do principal.

A visão da contratação ideal para a remuneração não é caracterizada nitidamente por seus autores ou artigos científicos, tendo se baseado explicita ou implicitamente na teoria da agência. Embora os argumentos dos autores variem conforme os modelos, são considerados adeptos da contratação ideal aqueles que

---

<sup>157</sup> MIRRLEES, James A. The optimal structure of incentives and authority within an organization. *The Bell Journal of Economics*, v. 7, n. 1, p. 105-131, 1976.

<sup>158</sup> HOLMSTROM, Bengt. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, v. 10, n. 1, p. 79-91, 1979.

<sup>159</sup> MURPHY, Kevin J. Executive compensation. 19 mai. 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=163914](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914)> Acesso em 14 out. 2020. p. 27.

defendem que a remuneração dos executivos está de alguma forma correlacionada com o mercado de ações ou de trabalho.

#### 4.1.2 Visão do poder gerencial

Na tentativa de verificar a eficiência, alguns pesquisadores analisaram a sensibilidade do pagamento ao desempenho. Em 1990, constatou-se que uma mudança de US\$ 1.000 implicaria em US\$ 3,25 na remuneração do executivo, levando à conclusão de que a relação seria baixa pela expectativa gerada pela remuneração por incentivo. O teste empírico levantou questionamentos um tanto quanto improváveis para o momento, como a possibilidade de o CEO não ser importante para o processo produtivo na empresa.<sup>160</sup>

Para Lucian A. Bebchuk e Jesse M. Fried, a remuneração que se observa na prática das companhias abertas não pode ser explicada por um modelo que prevê a contratação ideal dos executivos. A visão do poder gerencial estabelece que a remuneração executiva, na prática, é definida pelo próprio CEO, limitado por algumas “restrições de ultraje” impostas pelo mercado. Embora não se estendam com a delimitação clara de cada restrição, os autores argumentam que as limitações ao pagamento dos gestores da companhia decorrem da reação do público a remunerações executivas extremamente altas.<sup>161</sup>

A contratação ideal requer alguns ajustes. Primeiro, a filtragem de fatores que estão fora do controle do gestor deve ser refinada para a correção do que seria atualmente “*pay without performance*”. Segundo, devem ser criados mecanismos que impossibilitem que o gestor consiga se desvencilhar dos incentivos através da compensação dos seus efeitos, o que pode acontecer pela venda da remuneração baseada em ações ou pelo *hedge* a partir de derivativos no período em que os incentivos são relevantes. Terceiro, é preciso promover a transparência dos incentivos recebidos pelos executivos, impedindo a prática da camuflagem por meio de planos de aposentadorias suplementares, adiamento da remuneração até a aposentadoria e concessão de empréstimos com taxas sem correspondência com

---

<sup>160</sup> JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, abr. 1990, p. 227.

<sup>161</sup> BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge: Harvard University Press, 2004, p. 65.

as praticadas no mercado, contratos de consulta e regalias, como uso de aviões, carros e imóveis e outros bens da empresa.<sup>162</sup>

Com efeito, vale ressaltar que existem várias razões que explicam o porquê de os conselhos serem propensos a considerar os interesses do presidente ao invés dos interesses dos acionistas, sobretudo observando que os conselheiros possuem incentivos a manter seus cargos e benefícios. Tais benefícios podem ser diretos ou indiretos, envolvendo, por exemplo, novos negócios para as empresas dos membros do conselho, a destinação das doações de caridade da companhia e até a indicação a outros conselhos de empresas sob sua influência.

Nesse sentido, Paul Krugman expõe que os executivos são tão bem pagos porque indicam os membros do conselho, o qual determina suas remunerações e exerce o controle sobre várias regalias. “Então não é a mão invisível do mercado que leva àquelas rendas executivas monumentais; é o aperto de mão invisível na sala do conselho”, defende.<sup>163</sup>

Enquanto os adeptos da contratação ideal entendem que a remuneração se relaciona com a mitigação de problemas de agência, os adeptos do poder gerencial associam o excesso de pagamento como um sintoma dos problemas de agência entre acionistas e membros do conselho. Vale dizer, os conselheiros não seriam perfeitos agentes na definição da remuneração executiva conforme os interesses dos acionistas da companhia.

## 4.2 O CRESCIMENTO DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Para analisar o crescimento da remuneração, os pesquisadores precisam padronizar as formas de medição. Considerando que o pagamento não é composto apenas por um salário fixo no início do mês, há grande relevância na escolha dos critérios para comparar os valores no tempo.

A dificuldade vem da impossibilidade de saber exatamente quanto valem algumas modalidades de remuneração por ações, já que as ações restritas apenas são recebidas no final do período de aquisição e as opções precisam antes ser exercidas para conversão em ações. Ocorre que é, no mínimo, complicado afirmar

---

<sup>162</sup> *Ibid.*, p. 189-192.

<sup>163</sup> KRUGMAN, Paul. For richer. The New York Times Magazine. 20 out. 2002. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2002/10/20/magazine/for-richer.html>> Acesso em 6 out. 2020.

que as participações não possuem valor quando concedidas, razão pela qual muitos acadêmicos adotam uma abordagem *ex-ante*.

Segundo Kevin J. Murphy, tanto a compensação concedida como a realizada são legítimas para responderem questões diferentes. Os comitês de remuneração, avaliando a competitividade do plano de remuneração executivo, devem focar nos níveis de pagamento no dia da concessão. A remuneração realizada, isto é, aqueles valores que realmente foram incorporados ao patrimônio pessoal dos executivos, deve ser utilizada para avaliar se os valores recebidos estão proporcionais em relação ao desempenho da companhia.<sup>164</sup>

De acordo com pesquisa do Economic Policy Institute, a remuneração média realizada do CEO das 350 maiores companhias dos Estados Unidos aumentou em 14% e chegou a US\$ 21,3 milhões em 2019. A relação com a remuneração dos empregados da empresa subiu de 293 para 320, distanciando-se mais ainda da razão de 21 para 1 de 1965. Desde 1978, o mercado de ações estadunidense observou um crescimento de 741% enquanto a remuneração do executivo-chefe das companhias aumentou na proporção de 1167%.<sup>165</sup>

### Crescimento da remuneração do CEO

	Remuneração anual		Mercado	CEO/empregado	
	Realizada	Concedida	S&P 500	Realizada	Concedida
<b>1965</b>	\$ 939.000	\$ 715.000	626	21,1	15,4
<b>1973</b>	\$ 1.227.000	\$ 934.000	554	23,4	17,2
<b>1978</b>	\$ 1.680.000	\$ 1.279.000	347	31,4	23
<b>1989</b>	\$ 3.130.000	\$ 2.383.000	645	61,4	45
<b>1995</b>	\$ 6.072.000	\$ 6.745.000	905	117,6	131
<b>2000</b>	\$ 21.910.000	\$ 21.931.000	2.125	365,7	386,1
<b>2007</b>	\$ 19.428.000	\$ 14.353.000	1.826	330,9	242
<b>2009</b>	\$ 10.375.000	\$ 10.676.000	1.132	177,6	178,3
<b>2017</b>	\$ 18.953.000	\$ 12.137.000	2.554	302,1	193,2
<b>2018</b>	\$ 18.662.000	\$ 13.339.000	2.796	293,3	212,3
<b>2019</b>	\$ 21.283.000	\$ 14.487.000	2.913	320	222,8

Fonte: Economic Policy Institute

<sup>164</sup> MURPHY, Kevin J. Executive compensation: where we are, and how we got there. 13. ago. 2012. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2041679](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679)> Acesso em 13 out. 2020.

<sup>165</sup> MISHEL, Lawrence; KANDRA, Jori. CEO compensation surged 14% in 2019 to \$ 21.3 million. Economic Policy Institute. 18 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-surged-14-in-2019-to-21-3-million-ceos-now-earn-320-times-as-much-as-a-typical-worker/>> Acesso em 11 out. 2020.

Analisando os componentes, verificou-se um processo de substituição das opções em ações pelas ações restritas: juntos, em 2016, representavam 73,1% do total da remuneração, sendo que, no ano de 2019, representaram 78,6% e apenas as ações realizadas representaram 47,7% do total. O aumento das ações restritas veio acompanhado pela alteração das ações convencionais baseadas em tempo para a aquisição por ações em que o número de ações adquiridas depende de uma ou mais medidas de desempenho.

Geralmente, são duas formas principais. Pela *performance-vesting stock*, o executivo recebe um número fixo de ações no fim de um período de aquisição, normalmente de três anos, se ainda estiver na empresa e cumprir um ou mais condições de desempenho. Pela *performance shares*, os executivos recebem um número variável de ações no fim do período de aquisição para definição conforme uma ou mais métricas de desempenho.

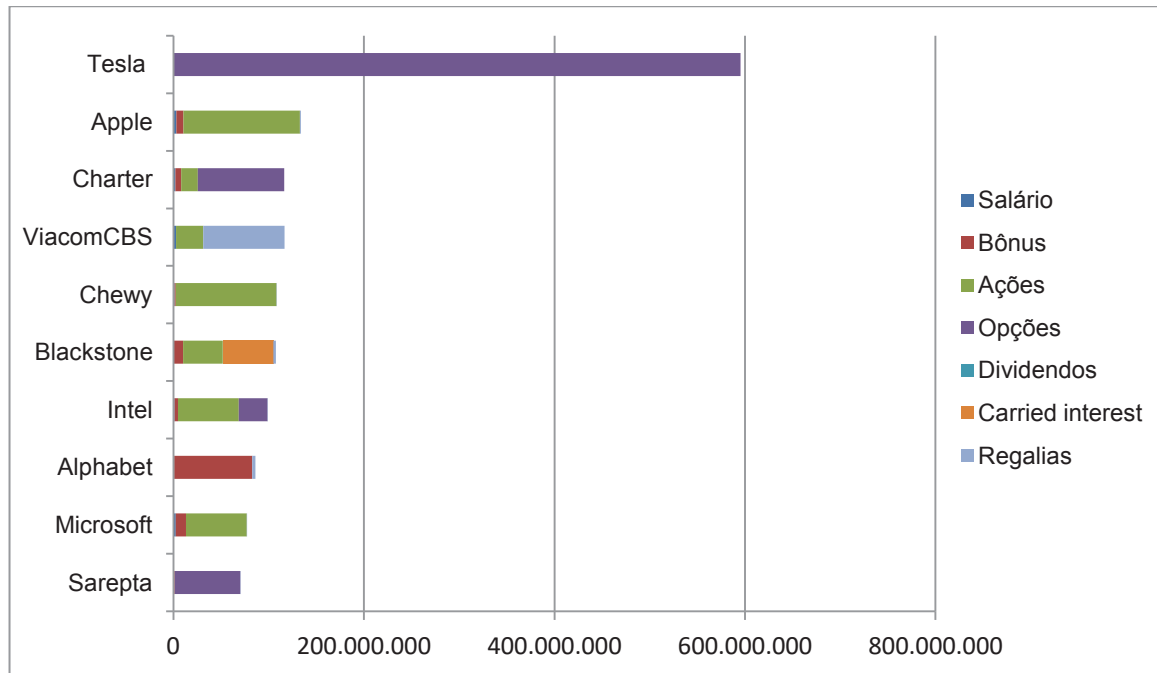
Diferentemente das últimas crises, há projeções de que a remuneração irá continuar subindo apesar da crise do Covid-19. Embora executivos de algumas companhias tenham manifestado que cortariam os próprios salários para auxiliar na recuperação econômica, a remuneração desses profissionais é composta em sua maior parte por ações e opções em ações. Vale dizer, o gesto de humanidade dos executivos não compromete o pagamento a ponto de impedir que suas somas totais aumentem com a prosperidade das empresas.<sup>166</sup>

Dentre os mais bem pagos de 2019, ressalta-se o fato que todos possuem remuneração baseada em ações ou opções. O destaque foi bilionário Elon Musk, CEO da Tesla, que faturou US\$ 595.266.817,00 em opções decorrentes de um acordo realizado alguns anos atrás que promete ganhos de dezenas de bilhões caso a empresa se torne uma das mais valiosas do mundo.<sup>167</sup>

---

<sup>166</sup> MCGREGOR, Jena. Average CEO earnings soared to \$21.3 million last year and could rise again in 2020 despite the coronavirus recession. The Washington Post. 18 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.washingtonpost.com/business/2020/08/18/corporate-executive-pay-increase/>> Acesso em 13 out. 2020.

<sup>167</sup> MELIN, Anders; SAM, Cedric. Wall Street gets the flak, but tech CEOs get paid all the money. Bloomberg. 10 jul. 2020. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/graphics/2020-highest-paid-ceos/>> Acesso em 13 out. 2020.



Fonte: Bloomberg Pay Index

Com efeito, o mesmo acontece no Brasil. Em que pese a menor quantidade de dados para analisar a progressão da remuneração, já é possível constatar que a compensação executiva observou um crescimento expressivo e contribuiu para o aumento da desigualdade social.

Por meio da Instrução nº 480/2009, a CVM determinou que as companhias divulgassem informações sobre a remuneração de seus administradores por meio de um formulário de referência. Entretanto, apenas na metade do ano de 2018, quando uma decisão judicial de segunda instância reformou uma sentença que permitia que algumas empresas deixassem de prestar as informações à autarquia, todas passaram a reportar os dados.

Em pesquisa sobre a remuneração dos administradores, o IBGC identificou um crescimento na remuneração média dos diretores estatutários de 33,3% entre os anos de 2016 e 2018, destacando o crescimento de 37,8% para os diretores de companhias no Novo Mercado. Observou-se que 49% das companhias abertas remuneraram seus diretores com uma parcela fixa e outra variável, 38% com uma parcela fixa, uma variável e ações da empresa, 2% com uma parcela fixa e ações e apenas 11% remuneraram com salário fixo.<sup>168</sup>

<sup>168</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Remuneração dos administradores. 7 ed. São Paulo: IBGC, 2020, p. 14-15.





Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

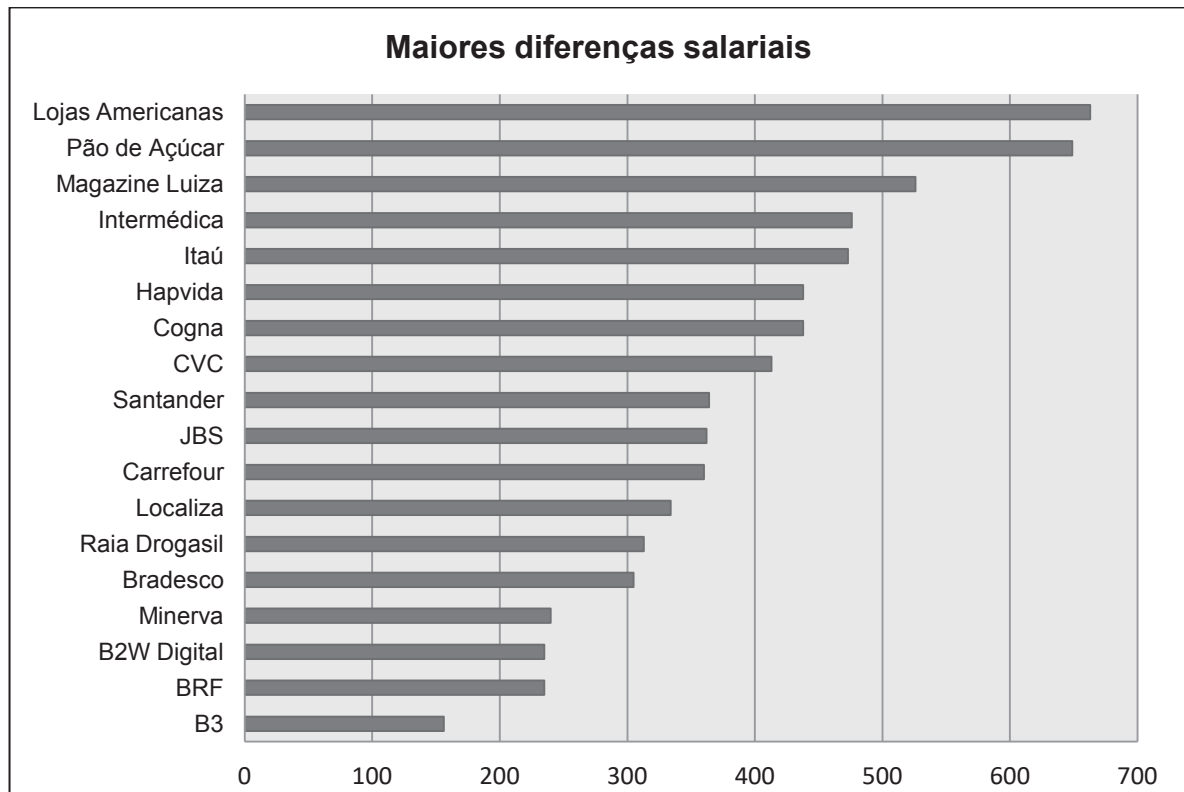
Analisando os dados das empresas do Ibovespa, Renato Chaves reportou ao Valor Econômico a conclusão de que a remuneração média do diretor-presidente no Brasil em 2019 foi de R\$ 11,28 milhões e que o número quase quintuplica em relação às primeiras colocadas.<sup>169</sup>

Empresa	Remuneração anual do diretor-presidente
<b>Itaú</b>	R\$ 52,06 milhões
<b>B3</b>	R\$ 51,25 milhões
<b>Santander</b>	R\$ 45,32 milhões
<b>CVC</b>	R\$ 37,90 milhões
<b>JBS</b>	R\$ 32,14 milhões
<b>Bradesco</b>	R\$ 30,66 milhões
<b>Cosan</b>	R\$ 27,25 milhões
<b>Cogna</b>	R\$ 22,82 milhões
<b>Magazine Luiza</b>	R\$ 21,25 milhões
<b>Brasken</b>	R\$ 21,12 milhões

Fonte: Valor Econômico

Chaves também identificou que o diretor-presidente possui remuneração equivalente a até 663 vezes mais que a média da remuneração dos empregados da companhia em que trabalha, sendo que, em 32 das 71 analisadas, a proporção entre as remunerações é de pelo menos 100 vezes.

<sup>169</sup> SCHINCARIOL, Juliana. CEOs têm remuneração 600 vezes maior que funcionário. Valor Econômico. Disponível em: <<https://valor.globo.com/carreira/noticia/2020/09/28/ceos-tem-remuneracao-600-vezes-maior-que-funcionario.ghtml>> Acesso em 13 out. 2020.



Fonte: Valor Econômico

Um caso atual que chamou atenção dos investidores se relaciona com a abertura de capital da Rede D'Or no final de 2020. A remuneração destinada aos cinco diretores e sete conselheiros no ano da pandemia totalizou R\$ 512 milhões, ainda que os pagamentos concedidos em 2018 e 2019 tenham sido R\$ 38 milhões e R\$ 46 milhões, respectivamente. Vale ressaltar que o aumento compensatório veio em um contexto de redução da receita e do lucro líquido.<sup>170</sup>

Inúmeras pesquisas analisaram o crescimento da remuneração executiva e conferiram explicações que, por vezes, conflitam para o completo entendimento sobre as razões pelas quais os pagamentos subiram tanto e se distanciaram mais ainda do empregado comum. Ainda que se verifique o mesmo problema no Brasil, as discussões já estão muito mais maduras nos Estados Unidos.

<sup>170</sup> FILGUEIRAS, Maria Luíza. Remuneração milionária da Rede D'Or chama atenção dos investidores. Valor Econômico. 8 dez. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/12/08/remuneracao-milionaria-da-rede-dor-chama-atencao-dos-investidores.ghtml>> Acesso em 27 fev. 2021.

#### 4.2.1 Explicações sobre a evolução da remuneração

Por seus fundamentos, as diferentes visões sobre a remuneração tentam explicar a evolução do pagamento executivo. Embora os valores tenham explodido durante a década de 1990 e hoje estejam altos, a remuneração não observou uma subida linear ao longo do tempo. As crises econômicas foram responsáveis por períodos de queda no padrão remuneratório e as mudanças da legislação incitaram alterações nos componentes do pagamento dos executivos.

Essencialmente, adeptos da visão da contratação ideal argumentam que a trajetória da remuneração foi crescente porque houve alguma forma de valorização do mercado de trabalho executivo. Já os adeptos da visão do poder gerencial defendem que o pagamento está descorrelacionado com o desempenho financeiro em função de problemas de agência com o conselho. Há, ainda, entendimentos sobre a ineficiência da compensação por incentivos para o aumento do desempenho sob ângulos de análises diferentes.

Em modelo próprio, Xavier Gabaix e Augustin Landier argumentam que a remuneração do CEO depende do tamanho e do tamanho agregado da empresa. O aumento da remuneração executiva em seis vezes entre os anos de 1980 e 2003 poderia então ser totalmente atribuído ao aumento de seis vezes da capitalização de mercado das grandes companhias nesse período, favorecendo a visão que constata a eficiência da contratação.<sup>171</sup>

Kevin J. Murphy e Jan Zabojsnik consideram que o aumento nos níveis de pagamento dos executivos de alto escalão se deve pela transição da importância da do capital humano específico da firma, valioso tão somente dentro da organização, para a habilidade gerencial em geral. Entre 1970 e 1990, observou-se a expansão do mercado de trabalho executivo mediante a alteração da porcentagem de CEOs externos de 15% para perto de 30%. Os autores confirmam que a remuneração é maior quando o presidente é externo à companhia, o que também seria compatível com a abordagem da contratação ideal.<sup>172</sup>

---

<sup>171</sup> GABAIX, Xavier; LANDIER, Augustin. Why has CEO pay increased so much? The Quarterly Journal of Economics, p. 49-100, fev. 2008.

<sup>172</sup> MURPHY, Kevin J.; ZABOJNIK, Jan. Managerial capital and the market for CEOs. 8 abr. 2007. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=984376](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=984376)> Acesso em 8 out. 2020.

Steven N. Kaplan e Joshua Rauh defendem que o aumento da desigualdade estaria mais alinhado com a economia dos *superstars* do que com a ideia da extração de renda pelos mais ricos, em especial porque o crescimento da renda também ocorreu com executivos de companhias abertas e fechadas, advogados corporativos e atletas profissionais. Considerando que outros grupos que não se reportavam a conselhos experienciaram aumentos de suas remunerações iguais ou até maiores do que executivos públicos, tem-se o indicativo de que a governança também não ocupa o papel central da análise.<sup>173</sup>

A busca por super-estrelas carismáticas para o cargo de diretor-presidente é criticada por alguns autores, como Rakesh Khurana. O articulista defende que não existe ligação entre a contratação de profissionais cuja qualidade principal seria a liderança com o desempenho financeiro, mencionando que os resultados são em sua maior parte ligados à indústria em que a empresa está inserida e às mudanças ano a ano que acontecem na economia.<sup>174</sup>

Já Lawrence Michel, em coautoria com Jori Kandra, entende que os dados de 2020 confirmam a visão do poder gerencial. Enquanto os ganhos do 0,1% mais ricos cresceram 337% de 1978 a 2018, a remuneração do CEO cresceu em 1167%, além de que o pagamento executivo realizado foi mais de 6 vezes a remuneração de indivíduos que ganham salários. Desta maneira, os resultados sugeririam que a compensação executiva não reflete a produtividade, mas apenas o poder de extrair concessões dentro da empresa.<sup>175</sup>

No mesmo sentido, Lucian A. Bebchuk e Yaniv Grinstein já manifestavam que o pagamento dos executivos teria crescido muito além do aumento que poderia ser explicado simplesmente por mudanças no tamanho da companhia, desempenho e classificação da indústria.<sup>176</sup> Em pesquisa sobre o *timing* das opções *at-the-money* em mais de 200 empresas, isto é, opções cujo preço de exercício é muito próximo da cotação no momento da concessão, os autores observaram que as concessões aconteceram justamente no preço mais baixo do mês para que se pudesse

---

<sup>173</sup> KAPLAN, Steven N.; RAUH, Joshua. It's the market: the broad-based rise in the return to top talent. *Journal of Economic Perspectives*, v. 27, n. 3, 2013, p. 52.

<sup>174</sup> KHURANA, Rakesh. The curse of the superstar CEO. *Harvard Business Review*. set. 2002. Disponível em: <<https://hbr.org/2002/09/the-curse-of-the-superstar-ceo>> Acesso em 16 out. 2020.

<sup>175</sup> Mishel e Jori, *Op. cit.*, p. 5.

<sup>176</sup> BEBCHUK, Lucian A.; GRINSTEIN, Yaniv. The growth of executive pay. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 2, 2005, p. 283.

aproveitar a subida no curto prazo. Com tom de ironia, concluem que os executivos foram sortudos em razão da coincidência.<sup>177-178</sup>

Carola Frydman e Dirk Jenter entendem que as duas visões são importantes determinantes da remuneração do CEO, porém que nenhuma delas é totalmente consistente com as evidências disponíveis. Para eles, os argumentos utilizados não são suficientes para explicar as mudanças ocorridas na compensação média do executivo-chefe durante a década de 1970, além de falharem nas explicações sobre o crescimento explosivo das opções em ações na década de 1990 e seu declínio recente em favor da adoção das ações restritas.<sup>179</sup>

De acordo com Kevin J. Murphy, o estudo das duas principais visões como hipóteses concorrentes na explicação da remuneração executiva não tem sido produtivo em razão do fato de que não são posições mutuamente excludentes e porque ignoram fatores políticos importantes. Para o autor, o que deixa o pagamento do CEO ao mesmo tempo interessante e complicado é que as diferentes visões sobre assunto coexistem e interagem:

Ao introduzir planos que vinculam o pagamento mais fortemente ao desempenho conforme exigido pelos acionistas, conselheiros rotineiramente concordam em pagar mais do que o necessário para compensar o aumento do risco. CEOs com interesse pessoal buscam proteção empregatícia por meio de cláusulas de rescisão excessivamente generosas; os conselheiros concordam acreditando que a probabilidade de fracasso é baixa (e porque não é o dinheiro deles de qualquer forma). Quando ocorrem falhas de remuneração (como aquelas indenizações excessivamente generosas), o congresso fica indignado, desencadeando reformas desproporcionais com pouca consideração pelos acionistas ou pela criação de valor. Por sua vez, as empresas e seus executivos respondem contornando ou se adaptando às reformas, geralmente de maneiras que aumentam os níveis de pagamento e produzem outras consequências indesejadas (e geralmente improdutivas).<sup>180</sup>

Com efeito, vários autores interpretam a explosão na remuneração executiva de formas diametralmente opostas. Um trabalho de Alex Edmans e Xavier Gabaix,

<sup>177</sup> BEBCHUK, Lucian A.; GRINSTEIN, Yaniv; PEYER, Urs. Lucky CEOs and lucky directors. *The Journal of Finance*, v. 65, n. 6, p. 2363-2401, dez. 2010.

<sup>178</sup> A literatura sobre o *timing* das opções começa no final da década de 1990 com a verificação de que os preços das ações exibem retornos negativos antes da data da concessão e passam a ter retornos positivos logo depois. Padrões dos anúncios dos resultados trimestrais foram consistentes com a interpretação de que os CEOs recebem os prêmios um pouco antes de notícias corporativas favoráveis (YERMACK, David. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 449-476, jun. 1997).

<sup>179</sup> FRYDMAN, Carola; JENTER, Dirk. CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics*, v. 2, p. 75-102, 2010.

<sup>180</sup> Murphy, *Executive compensation: where we are, and how we got there*, p. 156.

por exemplo, desafia a teoria que prevê a extração de renda por parte do CEO com o objetivo de comprovar que os resultados empíricos são consistentes com a visão da contratação ideal. Os autores explicam que não propõem reivindicar que o plano de remuneração dos executivos é sempre eficiente, mas “destacar a natureza de dois lados do assunto e a necessidade de futuras pesquisas para desenhar conclusões mais claras”.<sup>181</sup>

No Brasil, ainda que os dados anteriormente citados tenham apontado um aumento relevante na remuneração dos executivos, o pouco tempo de transparência e ampla divulgação de informações por parte das companhias abertas faz com que a literatura relacionada à evolução da remuneração executiva no país seja realmente muito mais reduzida do que nos Estados Unidos. O que mais se encontra são trabalhos que se propõem a analisar se existe relação entre a remuneração e o desempenho financeiro das empresas.

Não obstante, as pesquisas sobre o assunto não oferecem uniformidade e também suscitam dúvidas quanto à eficiência da remuneração dos administradores. Em uma amostra de 420 empresas entre 2002 e 2009, André Luiz Carvalhal da Silva e Alisson Chen Yi Chien constataram que as companhias que pagam mais a seus executivos não possuem maior valor de mercado e que não existe evidência significativa de que as empresas que mais remuneram seus executivos possuem melhor desempenho operacional.<sup>182</sup>

Analisando 228 empresas entre 2011 e 2013, Paulo Vitor Souza de Souza, Ricardo Lopes Cardoso e Simone Silva da Cunha Vieira observaram uma relação positiva e significativa entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro das companhias brasileiras. Todavia, o desempenho de mercado não obteve relação estatisticamente significativa e poderia indicar ineficiências no que diz respeito ao alinhamento entre acionistas e executivos.<sup>183</sup>

Por outro lado, com uma amostra de 333 empresas entre 2011 e 2015, Andson Braga de Aguiar e Renê Coppe Pimentel destacaram uma relação entre

---

<sup>181</sup> EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier. Is CEO pay really inefficient? A survey of new optimal contracting theories. *European Financial Management*, v. 15, n. 3, 2009, p. 494.

<sup>182</sup> SILVA, André Luiz Carvalhal da; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 11, n. 4, p. 481-502, dez. 2013.

<sup>183</sup> SOUZA, Paulo Vitor Souza de; CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Simone Silva da Cunha. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *Revista Eletrônica de Administração*, v. 23, p. 4-28, 2017.

remuneração e desempenho financeiro e de mercado, de modo que as companhias com maiores níveis de remuneração executiva foram aquelas que apresentaram maiores níveis de desempenho. Segundo os autores, incrementos na remuneração tendem a gerar melhores desempenhos futuros.<sup>184</sup>

Estudando 287 empresas entre 2010 e 2016, Marcelo Daniel Araújo Ermel e Vanessa Medeiros observaram que oportunidades de investimento e tamanho da aumentam a chance de se adotar o *employee stock options*, ainda que não tenham encontrado relação à governança e desempenho. Também se constatou que o montante pago está relacionado com o endividamento, o que poderia indicar que as empresas dêem preferência ao plano de ações em momentos em que estão com os fluxos de caixa comprometidos.<sup>185</sup>

Ainda que não se tenha um parecer final, parece razoável compreender que existem ineficiências na remuneração executiva e que o pagamento não possa ser simplesmente explicado por falhas de governança. Dentro das restrições de ultraje que funcionariam como limites na definição da remuneração do poder gerencial, certamente existem bases de mercado que exigem algum nível de tabelamento para que as altas e baixas coincidam.

De toda sorte, o que não muda é o fato de que a remuneração executiva vem crescendo ao longo do tempo e se distanciando do pagamento do trabalhador comum da empresa em que trabalham. Estudiosos têm se debruçado para traçar linhas claras sobre o impacto dessa desigualdade interna na sociedade em geral, tendo a governança papel central na análise.

#### 4.2.2 Aumento da desigualdade de renda

Em famoso artigo “*The economics of superstars*”, Sherwin Rose argumentou que o aumento da desigualdade de renda se dava pelo aumento da produtividade dos indivíduos mais talentosos, particularmente pelas mudanças tecnológicas nos campos da informação e comunicação. No caso, as estrelas poderiam performar em

---

<sup>184</sup> AGUIAR, Andson Braga de; PIMENTEL, Renê Coppe. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 21, n. 4, p. 545-568, ago. 2017.

<sup>185</sup> ERMEL, Marcelo Daniel Araújo; MEDEIROS, Vanessa. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 31, n. 82, p. 84-98, jan./abr. 2020.

larga escala e aplicar seus respectivos talentos com mais recursos para alcançar um número consideravelmente maior de pessoas.<sup>186</sup>

Analisando os aumentos recentes das remunerações dos executivos de alto escalão e as diferenças em relação às rendas do trabalhador das suas empresas, Steven N. Kaplan e Joshua Rauh concluem que as raízes da desigualdade estariam realmente em fatores econômicos, como mudanças nas habilidades tecnológicas e aumento da escala, premiando trabalhadores mais adaptados à nova realidade pela melhora de suas produtividades. Tal conclusão adviria da constatação de que não apenas a remuneração executiva aumentou, mas também teriam subido as rendas dos outros profissionais que fazem parte dos 1% mais ricos, como seria o caso de executivos de companhias privadas, advogados e até atletas.<sup>187</sup> Em outras palavras, os pesquisadores reproduzem a tese dos *superstars* criada no início da década de 1980 apesar de os números terem explodido e das crises decorrentes dos abusos nas compensações executivas.

Todavia, há entendimentos opostos. Para Josh Bivens e Lawrence Mishel, o aumento da renda do top 1% deve ser interpretado pela criação e/ou redistribuição de rendas e não simplesmente como um resultado de mercados competitivos que recompensam habilidades ou produtividade. O que teria existido é o aumento das oportunidades do dinheiro trocar de mãos, além de que a subida das rendas dos mais ricos teria sido o impedimento primário do crescimento nos padrões de vida das famílias pobres e de classe média.<sup>188</sup>

O argumento “se os ricos ganharem mais, sobrarão menos para o restante” é defendido por Paul Krugman. A assertiva é polêmica entre os conservadores, sobretudo pela concepção de que a tentativa de redução das rendas dos mais ricos não vai ajudar os mais pobres, considerando que propostas de redistribuição de renda causam danos diretos aos incentivos. Não seria este um jogo de soma zero, visto que o dinheiro recebido pelos mais ricos seria oriundo de um sistema que remunera o desempenho e não sairia da população.

---

<sup>186</sup> ROSEN, Sherwin. The economics of superstars. *The American Economic Review* v. 71, n. 5, p. 845-858, dez. 1981.

<sup>187</sup> Kaplan e Rauh, *Op cit.*, p. 52.

<sup>188</sup> BIVENS, Josh; MISHEL, Lawrence. The pay of corporate executives and financial professionals as evidence of rents in top 1 percent incomes. *Journal of Economic Perspectives*, v. 27, n. 3, 2013, p. 57.



Na opinião do Nobel, a desconexão entre remuneração e desempenho estaria ligada ao aumento da desigualdade. Comparando os Estados Unidos com outros países desenvolvidos, o economista sustenta que a desigualdade de renda norte-americana chegou a um nível contraprodutivo em que a sociedade seria mais rica se os mais ricos não ganhassem tanto. As experiências de países como a Suécia mostram que a qualidade de vida da população em geral tende a melhorar pela distribuição de renda quando os recursos são utilizados para serviços públicos, diminuindo significativamente a extrema pobreza.<sup>189</sup>

Joseph Stiglitz, outro ganhador do Nobel de economia, também se posiciona contrário à ideia de que a desigualdade é um produto da globalização e mudanças em favor daqueles mais habilidosos e mais educados. Nesse sentido, denuncia o mesmo problema quando expõe que a governança corporativa fraca e a erosão da coesão social levaram a diferenças crescentes entre a remuneração dos executivos e trabalhadores comuns. Para ele, o mundo estaria se dividindo não apenas entre aqueles que possuem recursos e aqueles que não possuem, mas também entre os países que buscam fazer algo e os países que não fazem nada: a desigualdade é uma questão de escolha política.<sup>190</sup>

Sobre o tamanho da desigualdade, recentemente se descobriu que a renda média antes dos impostos dos 50% mais pobres dos Estados Unidos estagnou do entre os anos 1980 e 2014 em US\$ 16 mil, enquanto a renda média nacional cresceu 60% e chegou a US\$ 64,5 mil. Por outro lado, a renda dos 1% mais ricos do país cresceu de US\$ 420 mil para US\$ 1.3 milhão. Em termos proporcionais, os 50% mais pobres do país deixaram de representar 20% em 1980 e passaram a representar 12% da renda nacional em 2014. Os 1% mais ricos tiveram a mesma mudança percentual, mas inversa, deixando de ganhar em média 27 vezes mais para ganhar 81 vezes mais que a metade da população.<sup>191</sup>

Concluiu-se, ainda, que a redistribuição do governo apenas compensou uma pequena parte da desigualdade antes dos impostos. Mesmo depois dos tributos, a metade mais pobre da população continuou com um crescimento próximo de zero,

---

<sup>189</sup> Krugman, *Op. cit.*

<sup>190</sup> STIGLITZ, Joseph E. Inequality is a choice. New York Times. 13 out. 2013. Disponível em: <<http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/10/13/inequality-is-a-choice/>> Acesso em 15 out. 2020.

<sup>191</sup> PIKETTY, Thomas; SAEZ, Emmanuel; ZUCMAN, Gabriel. Distributional national accounts: methods and estimates for the United States. The Quarterly Journal of Economics, v. 133, n. 2, mai. 2018, p. 557.

tendo em vista que as transferências são amplamente direcionadas aos idosos e indivíduos de classe média no país.

Já o Brasil, segundo o relatório divulgado em 2019 pelo Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento, é o sétimo país mais desigual do mundo, perdendo apenas para países africanos.<sup>192</sup> Também há dados apontando que os rendimentos dos 1% mais ricos equivalem a 33,7 vezes a renda da metade da população que ganha menos, bem como que os 20% mais pobres registraram uma variação negativa entre 2012 e 2019.<sup>193</sup>

A desigualdade tem se tornado um tema importante para a governança, sendo tratada no direito estadunidense por meio de dispositivos do Dodd-Frank Act, como o *say on pay* e o requerimento de divulgação da relação entre a remuneração auferida pelo CEO e pelo trabalhador médio. No direito brasileiro, a legislação das companhias abertas atribui competência de fixar a remuneração executiva aos acionistas por meio de assembleia geral, tendo a CVM contribuído para a divulgação de informações na edição da Instrução nº 480/2009.

De toda forma, as inovações normativas são tímidas e em geral apenas objetivam delimitar o tamanho da desigualdade. Trata-se de um problema que não possui simples solução em virtude tanto das divergências sobre a eficiência dos mecanismos de redistribuição de renda como das próprias dificuldades de passar reformas no âmbito político.

#### 4.3 O CONTRATO DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA IDEAL

Pesquisas que buscam delimitar uma estrutura de compensação otimizada geralmente partem do pressuposto de que deve existir uma parcela do plano de remuneração executiva voltada ao incentivo do agente, que pode ser composta por opções ou ações restritas da empresa. As discussões levam em consideração os dados acerca do crescimento da remuneração do CEO, sobretudo pela explosão do

---

<sup>192</sup> PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O DESENVOLVIMENTO. Relatório do desenvolvimento humano 2019. Disponível em: <[http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr\\_2019\\_pt.pdf](http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2019_pt.pdf)> Acesso em 15 out. 2020.

<sup>193</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. PNAD contínua 2019: rendimento do 1% que ganha mais equivale a 33,7 vezes o da metade da população que ganha menos. 6 mai. 2020. Disponível em: <<https://cutt.ly/xgfVy7v>> Acesso em 15 out. 2020.

uso das opções na década de 1990 e a recente transição da parcela atrelada ao desempenho para as ações restritas.

Há também aqueles que defendem que uma estrutura ideal deve possuir planos de indenização pelo término do contrato para incentivar a tomada de riscos diante da estabilidade do vínculo. Além disso, o *severance pay* é também justificado do ponto de vista da atração e retenção de talentos e de sua contribuição contra o entrincheiramento como arma de negociação.

Definições sobre o contrato de remuneração ideal esbarram na divergência entre as visões da contratação ideal e poder gerencial, sendo o tema, por definição, mais abordado pelos primeiros. Adeptos da visão do poder gerencial se manifestam contrariamente o uso dos planos de indenização, ações restritas e das opções com o exercício *at-the-money*, defendendo que tais componentes são incluídos para a extração de renda. Por outro lado, adeptos da visão da contratação ideal buscam demonstrar que os contratos de remuneração executiva observados na prática encontram correspondência no empiricismo.

#### 4.3.1 Ações vs. opções

Embora haja certo consenso sobre a necessidade de existir uma parte da remuneração que seja vinculada ao desempenho, existe grande divergência no que diz respeito à forma ideal. As pesquisas que se arriscam a apontar um modelo ideal costumam enfatizar as ações restritas e as opções, que há um bom tempo compõem a maior parte da compensação executiva.

Nesse sentido, inicialmente se apresenta a posição daqueles que defendem que a remuneração tem sido utilizada como extração de renda em virtude das ineficiências apresentadas nos planos. Em seguida, apresentam-se pesquisas que têm por objetivo definir qual seria o melhor componente para incentivo do agente e sua relação com os contratos observados.

No famoso "*Pay without performance*", Lucian A. Bebchuk e Jesse M. Fried criticam remunerações supostamente fixadas para aumento do desempenho que não são sensíveis ao desempenho do agente. Um plano de remuneração eficiente deveria reduzir os ganhos substanciais dos executivos que não são resultado de seus respectivos desempenhos, como movimentos amplos de mercado ou de setor,

criando os mesmos incentivos com menos dinheiro ou usando a mesma quantidade de dinheiro para criar incentivos ainda melhores.<sup>194-195</sup>

Cabe ressaltar que os autores não se opõem à remuneração baseada no desempenho dos executivos, já que observam que existem evidências suficientes demonstrando a necessidade do incentivo. Para eles, o diabo mora nos detalhes, razão pela qual os problemas não residem exatamente na participação societária, mas na forma de estruturação do plano de compensação.

Bebchuk e Fried condenam as opções na modalidade *at-the-money* no pagamento em função da tendência de alta do mercado, argumentando que essas opções invariavelmente viram opções *in-the-money* com o tempo e produzem menos incentivos do que as *out-of-the-money*. Vale dizer, opções com o preço de exercício similar à cotação na data de concessão tendem a se valorizar pela tendência das ações subirem e possuem menos incentivos do que opções cujo preço foi fixado a um valor mais alto do que aquele da data de concessão.

Nesse sentido, há evidência de que, além de os executivos receberem mais opções do que seria o ideal para equalizar o benefício marginal, as opções com exercício *at-the-money* não promovem incentivos suficientes à tomada de risco dada à convexidade da sua função de pagamento.<sup>196</sup> Sobre isso, Brian J. Hall comenta que considera intrigante a falta de opções *out-of-the-money* no mercado diante das vantagens relacionadas à sensibilidade ao desempenho.<sup>197</sup>

Além disso, sustenta-se que é altamente improvável que o mesmo *design* de opções vá ser eficiente em todos os casos. O preço de exercício ideal depende de vários detalhes que abrangem o portfólio do executivo, suas preferências de risco e fatores específicos da empresa, como espaço para crescimento e endividamento, os quais determinam os incentivos desejáveis.<sup>198</sup>

Seria possível comprovar a influência dos gestores na extração de renda através das opções com exercício no dinheiro pelas pesquisas sobre o *timing* em

---

<sup>194</sup> Bebchuk e Fried, *Op. cit.*, p. 139.

<sup>195</sup> Os autores chamam as opções que reduzem ganhos descorrelacionados com o desempenho dos executivos como opções *reduced-windfalls*.

<sup>196</sup> HABIB, Michel A.; LJUNGQVIST, Alexander. Firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach. *The Journal of Business*, v. 78, n. 6, p. 2053-2094, nov. 2005.

<sup>197</sup> HALL, Brian J. A better way to pay CEOs? CARPENTER, Jennifer; YERMACK, David (ed.). *Executive compensation and shareholder value*. Nova York: Springer, 1999. p. 35-46.

<sup>198</sup> NOHEL, Tom; TODD, Steven. Stock options and managerial incentives to invest. *Journal of Derivatives Accounting*, v. 1, p. 29-46, 2004.

que as opções são concedidas. Na intenção de aumentarem a vantagem obtida pela manipulação do preço das ações, existe comprovação de que as empresas divulgam informações negativas antes da concessão das opções a seus executivos de alto escalão e positivas logo após a concessão. Assim, constata-se que na prática os executivos se premiam com opções *in-the-money* camufladas para que possam parecer opções *at-the-money*, favorecendo ganhos de curto prazo através das subidas nos preços das ações.<sup>199-200</sup>

Com a mesma lógica, a visão do poder gerencial entende que práticas como a reprecificação e o recarregamento das opções não trazem incentivos corretos. A reprecificação das opções quando o preço de exercício se tornou muito distante recompensaria o baixo desempenho, já que sua concessão objetiva manter os incentivos após a queda das ações. Por sua vez, o recarregamento das opções quando as existentes são exercidas oportuniza ganhos com a volatilidade mesmo se as ações estiverem estáticas no longo prazo.

Estudos comprovam que a reprecificação das opções, prática mais utilizada, não ocorre como um resultado de um choque da indústria mas segue desempenhos ruins específicos à própria companhia.<sup>201</sup> Também se observou que a reprecificação frequentemente acontece depois da divulgação de más notícias ou logo antes da divulgação de notícias boas.<sup>202</sup>

O movimento às ações restritas, por sua vez, é visto com ponderação em virtude da ampliação da janela entre a cotação na data da concessão e o *strike*. Ações restritas nada mais seriam do que opções, mas com o preço de exercício igual a zero e com potencial de turbinar a sorte dos executivos que performam mal em uma indústria dentro do mercado em alta. Embora ações restritas que proíbem a venda por um período de tempo possam ser superiores, seria possível obter esse benefício pela estruturação do plano de opções.

---

<sup>199</sup> Exemplo disso foi a concessão de 600 mil opções a dois *top* executivos da Siebel Systems em 17 de abril de 2001 com o preço de exercício a US\$ 33. Depois do fechamento do mercado no dia seguinte, a empresa divulgou um grande aumento nos lucros trimestrais, fazendo com que o preço das ações subisse para US\$ 46. Ou seja, a concessão das opções antes das boas notícias fez com que cada executivo tivesse US\$ 13 de desconto. Um benefício de US\$ 8 milhões.

<sup>200</sup> Yermack, *Op. cit.*

<sup>201</sup> BRENNER, Menachem; SUNDARAM, Rangarajan K.; YERMACK, David. Altering the terms of executive stock options. *Journal of Financial Economics*, v. 57, p. 103-128, 2000.

<sup>202</sup> CALLAGHAN, Sandra Renfro; SALY, P. Jane; SUBRAMANIAM, Chandra. The timing of option repricing. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 4, p. 1651-1676, ago. 2004.

Mesmo que não indiquem uma solução ideal, Bebchuk e Fried parecem sugerir que o pagamento baseado no desempenho seja feito por opções indexadas a um índice que reflita o mercado. Com a alteração do *strike* ao longo da vigência do plano de opções, a medida contribuiria na redução do chamado *pay for luck* em que o agente recebe a remuneração apesar de seu desempenho não ter influenciado a subida dos preços das ações.

Observando as consequências nocivas do imediatismo na remuneração, os pesquisadores ainda contribuem expondo medidas que contribuem na vinculação do pagamento executivo a resultados de longo prazo. As ideias envolvem tanto as ações restritas como as opções, desde que haja foco na celebração de planos que não deixem que o CEO se desvincilhe dos incentivos por meio da venda dos títulos ou da prática do *hedge* por derivativos.<sup>203</sup>

Com efeito, os autores defendem a separação do tempo em que a maior parte das ações restritas e opções podem ser transformadas em dinheiro do tempo que as condições de exercício são cumpridas, visando que o pagamento dependa dos preços no longo prazo. Bebchuk e Fried sugerem a “abordagem da data fixa” em que a transformação dos títulos em dinheiro é gradual por prazos consecutivos, determinando, por exemplo, que o executivo esteja livre para vender 20% do que lhe foi concedido a cada dois anos. Executivos com participação significativa devem ser impedidos de vender mais do que uma porcentagem do que tinham no início do ano para limitação a resultados de curto prazo.

De toda sorte, autores que não são vinculados à visão do poder gerencial buscam elaborar modelos que apresentem qual é a estrutura de remuneração mais eficiente pelo nível de aversão a risco. Em regra, a literatura teórica sobre os contratos de remuneração executiva costuma estabelecer como parâmetros que o principal é considerado neutro ao risco, enquanto o agente é avesso ao risco. Por sua vez, estudos quantitativos seguem um modelo próximo ao padrão com aversão ao risco relativamente constante, preços das ações log-normalmente distribuídos e aversão ao esforço.

Em teste com a aversão a risco constante, Ingolf Dittmann e Ernst Maug descobriram que o modelo utilizado pela teoria da contratação ideal não guarda correspondência com a remuneração da amostra. Com exceção da hipótese da

---

<sup>203</sup> BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. How to tie equity compensation to long-term results. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 1, p. 99-106, 2010.

existência de rigidez nas bases salariais, os autores demonstram que um contrato eficiente em verdade não deveria ter opções.<sup>204</sup>

O contrato de remuneração ideal envolveria menores bases salariais e mais pagamento de ações restritas, sendo que 47% dos CEOs da amostra não deveriam receber base salarial e apenas utilizar de suas poupanças privadas para comprar ações adicionais da empresa. Concluiu-se que contratos que promovem os mesmos níveis de utilidade e incentivos se mostram 20% mais baratos, o que significa uma economia de US\$ 12.3 milhões por ano.

Ocorre que o modelo de aversão ao risco constante não pode explicar as compensações executivas se empresas e agentes conseguem barganhar pelos componentes do plano de remuneração. Nessa linha, os pesquisadores analisaram os contratos de pagamento compostos de salário fixo, ações e opções quando os agentes são avessos ao prejuízo. O modelo conseguiu explicar os contratos de remuneração quando o salário de referência não é muito maior do que o salário fixo e bônus do ano anterior, prevendo a utilização de opções e salários no contrato. Entretanto, o novo teste continuou prevendo a não utilização das opções e salários quando os salários de referência são altos.<sup>205</sup>

Quanto mais avesso ao prejuízo, mais opções devem ser utilizadas no contrato de remuneração do agente uma vez que o efeito da tolerância ao risco aumenta com a extensão da aversão à perda. Além disso, salários de referência mais altos levam a uma probabilidade de demissão e a uma menor sensibilidade de pagamento por desempenho, razão pela qual qualquer variação dos salários deve resultar em uma correlação negativa entre a sensibilidade do pagamento por desempenho e probabilidade de demissão. Os autores concluíram que o modelo gera melhores aproximações para a maioria dos CEOs se comparado com o modelo padrão da aversão ao risco, porém gera piores aproximações quando os agentes possuem maior participação acionária.

Em uma terceira hipótese, considera-se um modelo em que os acionistas oferecem incentivos à tomada de risco para um CEO avesso ao risco em adição aos incentivos de esforço. Para os autores, a análise explica significativamente melhor

---

<sup>204</sup> DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst. Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 1, 303-343, fev. 2007.

<sup>205</sup> DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; SPALT, Oliver. Sticks or carrots? Optimal CEO compensation when managers are loss averse. *The Journal of Finance*, v. 65, n. 6, p. 2015-2050, dez. 2010.

os contratos observados do que o modelo que ignora os incentivos ao agente. Verificou-se que o contrato de remuneração ideal nesse cenário protege o executivo dos prejuízos por resultados ruins, mostra-se convexo para resultados médios e é côncavo para resultados bons. Diferentemente do modelo padrão que enfatiza o porrete na penalização de resultados ruins, o modelo de incentivo à tomada de riscos por parte do executivo enfatiza as cenouras por recompensar resultados positivos no desempenho.<sup>206</sup>

Observou-se que as opções fazem parte do contrato ideal. Embora possam prejudicar os incentivos à tomada de risco por tornar os agentes avessos aos aumentos dos riscos, as opções causam menos danos em comparação com ações. Por outro lado, não possuir nenhuma das duas não seria uma alternativa em virtude dos prejuízos aos incentivos concedidos.

Também se constatou que o preço médio de exercício das opções deveria ser de 55,4% do preço das ações quando concedidas, o que indica a preferência por opções em ações *in-the-money*. As opções *at-the-money*, cujo preço de exercício é próximo do preço de concessão, foram preferíveis diante dos tributos aplicados às opções *in-the-money* nos Estados Unidos. Portanto, os pesquisadores argumentam que as opções no dinheiro são consistentes com a visão da contratação ideal quando se leva o imposto em consideração.<sup>207</sup>

A conclusão segue o que já havia sido constatado por Kevin J. Murphy. Segundo o autor, embora pareça contraintuitivo, “atribuir altos preços de exercício reduz as probabilidades de pagamento, o que por sua vez reduz a efetividade no incentivo das opções atribuídas a gestores avessos ao risco e não diversificados”.<sup>208</sup> Desta maneira, as opções *at-the-money* das empresas seriam uma demonstração de eficiência e não de extração de renda, o que também explicaria as práticas de reprecificação e a falta de opções indexadas.

Considerando que os retornos das ações são ilimitados para cima e não podem ser menores que 100% para baixo, a probabilidade de que a ação irá obter

---

<sup>206</sup> DITTMANN, Ingolf; YU, Ko-Chia; ZHANG, Dan. How important are risk-taking incentives in executive compensation? *Review of Finance*, p. 1805-1846, 2017.

<sup>207</sup> Há ainda quem aponte que as opções *call* comuns induzem níveis de riscos sub-ótimos e que as chamadas “opções *lookback calls*”, que permitem que o executivo escolha o momento em que a ação estava mais alta para exercer seu direito, são superiores (JU, Nengjiu; LELAND, Hayne; SENBET, Lemma W. Options, options repricing in managerial compensation: their effects on corporate investment risk. *Journal of Corporate Finance*, v. 29, p. 628-643, 2014).

<sup>208</sup> MURPHY, Kevin J. Explaining executive compensation: managerial power versus the perceived cost of stock options. *The University of Chicago Law Review*, v. 69, 2002, p. 864.



retornos excedentes a um índice é menor que 50%. Por outro lado, Murphy explica que uma opção de dez anos, não indexada, concedida *at-the-money* vai expirar *in-the-money* em mais de 80% das vezes, motivo pelo qual opções indexadas impõem mais riscos a destinatários avessos ao risco.<sup>209</sup>

Indo ao encontro da conclusão, Ingolf Dittmann, Ernst Maug e Oliver G. Spalt observaram que os benefícios de indexar o preço do *strike* são pequenos e a indexação de todas as opções aumentaria os custos de compensação em mais de 50% para a maioria das empresas. Os resultados encontrados poderiam justificar a prática comum do *pay for luck* na remuneração executiva. Na opinião dos autores, a indexação reduz os incentivos porque as opções indexadas são pagas quando a utilidade marginal do CEO é baixa e pode gerar efeitos contraproducentes por elevar os níveis de compensação executiva.<sup>210</sup>

É importante notar, porém, que os modelos que apontam a superioridade das opções *at-the-money* não admitem a possibilidade de o CEO desfazer sua exposição ao risco de mercado. Há evidência de que a sensibilidade do pagamento por desempenho diminui com o custo do *hedge*, fazendo com que a companhia precise garantir mais ações ou opções.<sup>211</sup>

Diante de todo o exposto, pode-se concluir que há inclinação para o uso das opções a depender do nível de aversão ao risco. Todavia, sem deixar de constatar a ampla utilização das opções *at-the-money* e as observações de que *strikes* mais baixos contribuiriam para o aumento do incentivo, a divergência em relação ao preço de exercício é grande. Não à toa, o livro de Bebchuk e Fried possui um capítulo específico chamado “Desculpas para as opções convencionais” que termina com um trecho dos autores expressando que “é fascinante quanta energia intelectual tem sido investida na tentativa de explicar que a ausência das opções *reduced-windfalls* na verdade beneficiam os acionistas”.<sup>212</sup>

Além disso, também se deve destacar as evidências de extração de renda pela manipulação do preço das ações nos períodos anteriores e subsequentes à concessão de opções aos executivos. Ou seja, mesmo que as opções no dinheiro

---

<sup>209</sup> *Ibid.*, p. 863.

<sup>210</sup> DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; SPALT, Oliver G. Indexing executive compensation contracts. *The Review of Financial Studies*, v. 26, n. 12, p. 3182-3224, 2013.

<sup>211</sup> GAO, Huasheng. Optimal compensation contracts when managers can hedge. *Journal of Financial Economics*, v. 97, p. 218-238, 2010.

<sup>212</sup> Bebchuk e Fried, *Pay without performance*, p. 158.

sejam eficientes no incentivo ao executivo avesso ao risco, também não há como negar que o modelo favorece o oportunismo e garante que o executivo receba sua remuneração independente do desempenho.

O que parece ser consenso é a necessidade de se montar um plano de remuneração que dificulte que o executivo se desvencilhe do incentivo vendendo suas ações ou transacionando via *hedge*. Nesse sentido, é importante que se pense em formas de evitar o imediatismo dos executivos em detrimento da empresa, mostrando-se interessante a proposta de separação do tempo em que a maior parte das ações restritas e opções podem ser transformadas em dinheiro do tempo que as condições de exercício são cumpridas, visando que o pagamento dependa dos preços das ações no longo prazo.

#### 4.3.2 Indenização pelo término do contrato

A literatura sugere que os gestores são avessos ao risco e podem deixar de implementar projetos arriscados, mas com bons retornos. Pesquisadores adeptos da contratação ideal compreendem que o *severance pay* garante a remuneração dos executivos mesmo que o projeto dê errado e contribui para a geração de valor que seria evitada não fosse o incentivo.<sup>213</sup>

O *severance pay* é o pagamento de indenização pelo término da relação, sendo usualmente previsto no contrato de trabalho do executivo recém-contratado. Trata-se de um direito adquirido pelo profissional mediante o acionamento de uma hipótese de disparo (ou gatilho), que pode variar conforme a negociação quando da elaboração do contrato. As previsões mais comuns são de morte, incapacidade, pedido de exoneração por bom motivo, demissão quando não abrangida pela cláusula de justa causa, alteração do controle da companhia, além de poder se vincular a um acordo de não-competição.

Analisando 375 contratos de trabalho de executivos dos Estados Unidos, Stewart J. Schwab e Randall S. Thomas destacam que dois terços contêm cláusulas que proíbem a competição. Entre as demissões por justa causa, costuma-se prever a má conduta intencional, a má conduta grosseira, a torpeza moral, o fracasso de exercer os deveres e a violação de deveres fiduciários. Entre as condutas que

---

<sup>213</sup> RAU, P. Raghavendra; XU, Jin. How do ex ante severance pay contracts fit into optimal executive incentive schemes? *Journal of Accounting Research*, v. 51, n. 3, p. 631-671, jun. 2013.

admitem que o executivo se demita e ainda receba o *severance pay*, são comuns a atribuição de deveres inconsistentes com suas posições, a realocação involuntária e a falta de remuneração pela companhia.<sup>214</sup>

Um exemplo de hipótese de disparo de *severance package* foi a violação da política interna de relacionamento com empregados do McDonald's em 2019 pelo CEO Stephen Easterbrook. Ainda que fosse consensual, a demissão aconteceu porque o executivo trocava mensagens sexuais com uma subordinada na empresa. Como não se estipulou essa previsão como justa causa no contrato, a demissão acionou o direito de Easterbrook receber o equivalente a US\$ 42 milhões em opções e US\$ 700 mil em dinheiro e plano de saúde.<sup>215</sup>

Depois de realizado o pagamento, a companhia processou o ex-CEO sob a alegação de que ele teria se relacionado sexualmente com outras três empregadas e concedido um lote lucrativo a uma delas. Sustenta-se que a demissão deve ser revertida em justa causa e a companhia reembolsada, considerando que o contrato possui previsão de demissão regular em qualquer ação “envolvendo desonestidade, fraude, ilegalidade ou torpeza moral”. Cabe agora ao poder judiciário definir se Easterbrook terá que devolver o que recebeu da companhia pelo acionamento do *severance pay* celebrado na sua contratação.

O *severance pay* é criticado por teóricos do poder gerencial. De acordo com Bebchuk e Fried, trata-se de um benefício que fornece pouso suave em casos de fracasso total dos executivos. A indenização pelo término do contrato seria mais uma forma de descorrelacionar pagamento de desempenho, observando que a remuneração é recebida desde que o profissional não esteja claramente agindo em má fé ou sendo deliberadamente negligente. Os autores explicam que as ações que costumam desencadear a demissão por justa causa e liberar a companhia do pagamento são definidas de forma bastante restrita, como cometimento de crime, fraude, prevaricação, negligência grosseira, torpeza moral e, em alguns casos, recusa intencional de seguir orientações do conselho.<sup>216</sup>

---

<sup>214</sup> Somente 2 dos contratos mencionaram assédio sexual como justa causa, 13 mencionaram incompetência e 18 mencionaram abuso de substâncias (SCHWAB, Stewart. J.; THOMAS, Randall S. An empirical analysis of CEO employment contracts: what do top executives bargain for? Washington and Lee Review, v. 62, n. 1, 2006, p. 233).

<sup>215</sup> THE NEW YORK TIMES. On McDonald's and morality. 11 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2020/08/11/business/dealbook/mcdonalds-ceo-severance.html>> Acesso em 25 out. 2020.

<sup>216</sup> Bebchuk e Fried, *Pay without performance*, p. 133.

Embora adeptos da contratação ideal defendam que a indenização incentiva a tomada de risco pelo executivo pela estabilidade do vínculo nos casos em que projetos não sejam bem sucedidos, Bebchuk e Fried entendem que essa garantia é racionalmente pouco persuasiva. Considerando que o *severance pay* equivaleria a três anos ou mais de remuneração executiva anual, o CEO em muitos casos não ganharia muito menos por ser demitido.

Vale frisar, inclusive, que existe evidência de que 40% dos CEOs das empresas do S&P 500 recebem pagamentos *ex-post* em excesso ao foi estipulado no contrato do *severance pay*. O pagamento discricionário é de US\$ 8 milhões, o que é equivalente a 242% da remuneração média anual.<sup>217</sup>

Nesse sentido, o assunto foi tratado no The New York Times com o título “vamos parar de recompensar nossos CEOs fracassados”. A publicação teve como foco Léo Apotheker, ex-presidente da Hewlett-Packard, que teria recebido mais de US\$ 13 milhões em indenização após ser demitido com 11 meses de mandato. Concluiu-se à época que seria difícil culpar o executivo por receber o que a empresa concedeu na contratação, mas que os acionistas deveriam questionar o motivo de o conselho ter aprovado um acordo em que se mostrava mais vantajoso que o profissional falhasse do que fosse bem sucedido.<sup>218</sup>

Além disso, haveria ainda evidência de que o *severance pay* faz com que os executivos reduzam investimentos, impeçam a inovação e diminuam o risco da companhia em várias dimensões. Em outras palavras, a indenização pelo término do contrato dos executivos provocaria em verdade a uma vida calma ao invés de promoverem um ambiente de tomada de decisões.<sup>219</sup>

Sattar Mansi, John Wald e Andrew Zhang sustentam que a indenização no término do contrato faz com que os CEOs aumentem o risco da companhia ao passo que também diminuem esforços na função. Assim, empresas com esses contratos possuem um custo da dívida cerca de 10% mais alto e também maior probabilidade

---

<sup>217</sup> GOLDMAN, Eitan Moshe; HUANG, Peggy Peiju. Contractual vs. actual separation pay following CEO turnover. *Management Science*, v. 61, n. 5, p. 931-1193, set. 2014.

<sup>218</sup> STEWART, James. Let's stop rewarding our failed CEOs. *The New York Times*. 1 out. 2011. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2011/10/01/business/lets-stop-rewarding-failed-ceos-common-sense.html>> Acesso em 25 out. 2020.

<sup>219</sup> MUSCARELLA, Christopher J.; ZHAO, Jing, Promoting the quiet life or risk-taking? CEO severance contracts and managerial decision-making. jun., 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1787221>> Acesso em 12 mar. 2020.

de substituição dos executivos.<sup>220</sup>

Como salientado, no entanto, defensores da contratação ideal argumentam que o pagamento da indenização objetiva conferir proteção ao executivo contra comportamentos oportunistas do conselho, resolvendo a incerteza sobre o término da relação contratual. Nesse sentido, sabe-se que contratos explícitos possuem maior probabilidade de cumprimento e de uma duração mais longa em situações em que há incerteza na relação e maior prejuízo esperado para o executivo em caso de descumprimento pela empresa.<sup>221</sup>

Jing Zhao verificou que companhias-adquirentes cujos executivos possuíam contratos obtiveram maiores retornos, pagaram prêmios menores pelos seus alvos, tiveram melhor desempenho operacional depois da aquisição e também entraram em negócios mais arriscados. O autor constatou que contratos de CEOs com termos definitivos, duração mais longa, incentivos de longo prazo e provisões de aquisição de ações e opções mais aceleradas no *severance package* foram associados com maior criação de valor ao adquirente. Para ele, as disposições estão relacionadas com a tomada de risco e proteção do capital humano executivo contra eventuais oportunismos pós-contratuais, podendo ser mais efetivas com o refinamento das definições de justa causa e bom motivo.<sup>222</sup>

Brian D. Cadman, John L. Campbell e Sandy Klasa observaram que as empresas com cláusulas de *severance pay* declararam que sua importância residia na redução da aversão ao risco pela estabilidade do vínculo, com contribuições na atração e retenção de executivos conhecidos. Com efeito, os autores encontraram evidências sobre a eficiência na contratação em virtude da correlação positiva entre a indenização e as *proxies* do risco de demissão e custos de demissão do CEO. Também se observou que as quantias recebidas nas indenizações são maiores se o executivo for externo à companhia, estiver longe da sua aposentadoria ou então tiver assinado um acordo de não-competição.<sup>223</sup>

---

<sup>220</sup> MANSI, Sattar; WALD, John; ZHANG, Andrew. Severance agreements and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, v. 41, 2016, p. 426.

<sup>221</sup> GILLAN, Stuart L.; HARTZELL, Jay C.; PARRINO, Robert. Explicit versus implicit contracts: evidence from CEO employment agreements. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 4, p. 1629-1655, ago. 2009.

<sup>222</sup> ZHAO, Jing. Entrenchment or incentive? CEO employment contracts and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, v. 22, p. 124-152, 2013.

<sup>223</sup> CADMAN, Brian D.; CAMPBELL, John L.; KLASA, Sandy. Are ex ante CEO severance pay contracts consistent with efficient contracting? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 51, n. 3, p. 737-769, jun. 2016.

Cadman, Campbell e Klasa destacam que 73,7% das empresas da amostra possuíam contratos que previam o *severance pay*, que consistiam em pagamentos baseados em dinheiro, ações restritas e opções. A indenização média acordada foi de US\$ 9,1 milhões, o equivalente a 4,1 vezes a compensação anual do CEO em dinheiro e a 1,5 vezes a remuneração total.

De acordo com o modelo empírico elaborado por Gustavo Manso, um contrato de remuneração executiva ideal para motivar a inovação na empresa deve combinar opções com longos períodos de aquisição, reprecificação das opções, *severance pay* e entrenchamento. A ideia do autor é trazer tolerância para falhas que ocorram cedo, conferir segurança no emprego e ao mesmo tempo recompensar o sucesso de longo prazo da atividade produtiva.<sup>224</sup>

Andres Almazan e Javier Suarez constatam que a estrutura de governança ideal pode variar no cenário de possível substituição do CEO, porém em todo caso seria proveitosa a inclusão do *severance pay*. Em conselhos fortes, funcionaria como um empecilho aos próprios acionistas de substituírem o executivo quando um modestamente superior fica disponível, o que, por sua vez, pode ser importante para que o profissional continue usufruindo dos recursos do controle em detrimento do pagamento por desempenho. Em conselhos fracos, contribuiria com as negociações e também pouparia remunerações por desempenho.<sup>225</sup>

Roman Inderst e Holger M. Mueller entendem que o *severance pay* pode ser útil a depender da situação. Ainda que considerem que a indenização faz com que a demissão seja uma escolha atrativa para CEOs ruins por acabar recompensando o fracasso e prejudicando o esforço, pode ser uma segunda solução para resolver o problema do entrenchamento na gestão.<sup>226</sup>

Para eles, um conselho que busque substituir um executivo que obteve informações particulares a respeito do valor da empresa sob a sua liderança deve tornar a continuação custosa pela vinculação do pagamento do profissional a um “incentivo íngrime” que apenas fosse atrativo em caso de alto desempenho. Havendo persistência na situação, no entanto, deveriam-se analisar os custos de

---

<sup>224</sup> MANSO, Gustavo. Motivating innovation. *The Journal of Finance*, v. 66, n. 5, p. 1823-1860, out. 2011.

<sup>225</sup> ALMAZAN, Andres; SUAREZ, Javier. Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. *The Journal of Finance*, v. 58, n. 2, p. 519-547, abr. 2003.

<sup>226</sup> INDERST, Roman. MUELLER, Holger M. CEO replacement under private information. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 8, p. 2935-2969, 2010.

indenizar o executivo e compará-los com os custos de a companhia continuar com a gestão entrincheirada pelo profissional ruim.

Desta forma, existem comprovações sobre a eficiência do *severance pay* na tomada de riscos por executivos avessos, porém a remuneração é vista com cautela tanto pela mídia como por alguns pesquisadores diante da possibilidade de se recompensar o baixo desempenho. Mostra-se importante que os valores atribuídos no contrato sejam suficientes para o incentivo sem que se torne vantajoso o fracasso do profissional para acionamento do direito.

Como vem sendo cobrado, também é prudente que se refinem as definições de demissão por justa causa e bom motivo, sobretudo porque o contrato é celebrado com o objetivo de auxiliar à tomada de decisões. Essa medida contribuiria para que se evitem situações como a vivenciada pelo McDonald's, em que o ex-CEO foi beneficiado com um pacote milionário em dinheiro e ações apesar de efetivamente ter dado causa à demissão por violar uma política interna.

Em se tratando da definição das cláusulas, vale acrescentar que o contrato de trabalho do executivo pode trazer como hipótese de disparo da indenização a alteração do controle da empresa. Nesse caso, trata-se de um *golden parachute*, que visa tanto garantir um escape bem remunerado aos gestores que tendem a perder seus cargos como também tornar desinteressante a operação pelo aumento do montante a ser pago pela companhia-adquirente. A indenização funcionaria como uma medida contra a tomada de controle, não impossibilitando a aquisição hostil, mas fazendo com que as alterações tendam a ser negociadas com o conselho de administração da companhia-alvo.

Os *golden parachutes* são pesquisados à parte. Similarmente, diverge-se sobre os benefícios da indenização no contexto das companhias-alvo diante da possibilidade de os executivos facilitarem a tomada de controle e da dúvida acerca de seus efeitos na riqueza dos acionistas. Nas companhias-adquirentes, os estudos buscam analisar se a previsão de indenização em alterações de controle incitam a prática da construção de impérios pouco vantajosos pela despreocupação dos executivos em relação à queda das ações.

No contexto das companhias-adquirentes, a literatura sugere que gestores realizam grandes ganhos pessoais com o *empire-building* e que as empresas que possuem fluxo de caixa abundante e poucas oportunidades de investimento são mais propensas a empreender aquisições destruidoras de valor do que devolver

o excesso de caixa para os acionistas.<sup>227</sup> Haveria evidência de que os executivos consideram tanto os benefícios pessoais como as consequências em relação ao valor de mercado na realização de investimentos, o que leva à conclusão de que os agentes que não possuem os incentivos e restrições suficientes pagam em excesso por alvos com altos benefícios privados.<sup>228</sup>

Ocorre que Mark L. Mitchell e Kenneth Lehn descobriram que empresas que fazem sucessivas aquisições e que não geram valor têm maior probabilidade de virarem alvos de eventual tomada de controle, indicando que o mercado de controle acionário pode desencorajar o *empire-building*.<sup>229</sup> Assim, por outro lado, companhias com cláusulas *anti-takeover* aumentam os custos da aquisição hostil e reduzem os incentivos a potenciais adquirentes de lançarem uma oferta, afastando a incidência do mercado em firmas com investimentos ruins.<sup>230</sup>

Nesse sentido, Ronald W. Masulis, Cong Wang e Fei Xie observaram que adquirentes com mais provisões *anti-takeover* experienciaram retornos das ações no período de anúncio significativamente menores se comparados com adquirentes com menos dessas provisões. As evidências reforçam a hipótese de que executivos são protegidos por essas medidas e ficam menos sujeitos ao poder disciplinar do mercado de controle acionário, tornando-os mais propensos a aquisições com o intuito de *empire-building* que destruam o *shareholder value*.<sup>231</sup>

Também já se verificou que cláusulas *anti-takeover* estão relacionadas com uma queda de investimentos em pesquisa e desenvolvimento, o que possivelmente se explique pelo maior entrincheiramento dos executivos e pela exclusão dos efeitos do mercado de controle acionário. Ao invés de mitigar, o argumento é de que os *shark repellents* exarcebam a miopia dos administradores.<sup>232</sup>

Diferentemente, Marianne Bertrand e Sendhil Millainathan avaliam que o

<sup>227</sup> JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, mai. 1986.

<sup>228</sup> MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance*, v. 45, n. 1, p. 31-48, mar. 1990.

<sup>229</sup> MITCHELL, Mark L.; LEHN, Kenneth. Do bad bidders become good targets? *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, p. 372-398, abr. 1990.

<sup>230</sup> BEBCHUK, Lucian A.; COATES, John C.; SUBRAMANIAN, Guhan. The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence & policy. *Stanford Law Review*, v. 54, p. 887-951, 2002.

<sup>231</sup> MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; XIE, Fei. Corporate governance and acquirer returns. *Journal of Finance*, v. 62, n. 4, p. 1851-1889, ago. 2007.

<sup>232</sup> MEULBROEK, Lisa K. *et al.* Shark repellents and managerial myopia: an empirical test. *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 5, p. 1108-1117, out. 1990.



enfraquecimento das aquisições por meio da introdução de cláusulas *anti-takeover* reduz a destruição e também a criação de novas plantas. A manutenção do tamanho das empresas revelaria que a preferência dos executivos está mais relacionada a ter uma vida calma e sem desavenças com os empregados do que a proporcionar práticas de *empire-building*. Segundo os autores, existe correlação positiva entre a adoção das medidas contra as tomadas de controle e o aumento do salário dos empregados que trabalham na empresa.<sup>233</sup>

No contexto das companhias-alvo, a literatura fornece fundamentos de que os contratos que preveem *golden parachutes* ajudam a reduzir os conflitos entre os acionistas e os gestores na ocorrência de uma aquisição, tornando mais prováveis os ganhos produtivos na transação. É dizer, uma vez que os acionistas requerem que os executivos realizem uma negociação que tende a implicar em grandes custos para eles mesmos e suas famílias, o pagamento de indenizações na alteração do controle contribui para diminuição do conflito de agência. Uma solução geralmente apropriada para que o benefício não se volte ao entrincheiramento seria relacionar o pagamento ao prêmio recebido pelos acionistas.<sup>234</sup>

Com efeito, Jay C. Hartzell, Eli Ofek e David Yermack observam que os *golden parachutes* contratados pelo CEO de uma companhia-alvo são positivamente relacionados com o excesso de remuneração anterior e negativamente relacionados com a probabilidade de o executivo vir a trabalhar na companhia-adquirente depois de concluída a transação. Por regressão, no entanto, observou-se que acionistas de companhias-alvo recebem prêmios menores quando a negociação envolve um tratamento extraordinário do executivo, bem como que CEOs de companhias-alvo experienciam altas taxas de rotatividade.<sup>235</sup>

Existe, inclusive, evidência de que *golden parachutes* são significativamente mais prevalentes em companhias que encaram uma ameaça de tomada de controle. O benefício é mais provável quando a ameaça é maior, quando a firma é pequena, quando o CEO possui uma participação baixa e quando o profissional foi admitido

---

<sup>233</sup> BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, v. 111, n. 5, p. 1043-1075, 2003.

<sup>234</sup> JENSEN, Michael C. Takeovers: their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, 1988, p. 40.

<sup>235</sup> HARTEZELL, Jay C.; OFEK, Eli; YERMACK, David. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. *The Review of Financial Studies*, v. 17, n. 1, p. 37-61, jan. 2004.

por um menor período de tempo.<sup>236</sup>

Lucian Bebchuk, Alma Cohen e Charles C. Y. Wang documentaram que a previsão dos *golden parachutes* está associada a maior probabilidade de aquisições e maiores prêmios à companhia-alvo, o que, em parte, seria resultado do pacote de indenização nos incentivos dos executivos. Entretanto, também observaram que empresas que adotam a medida experienciaram retornos negativos anormais das ações antes, durante e depois da implantação, o que resulta em um efeito geral negativo na riqueza dos acionistas. Isso pode se dar porque as indenizações enfraquecem a força do mercado de controle acionário, aumentando a negligência, e/ou porque as indenizações fazem com que os executivos queiram aderir a algumas aquisições não geradoras de valor.<sup>237</sup>

Sendo assim, as pesquisas indicam que o *severance pay* com gatilho na alteração de controle torna mais provável a ocorrência de negociações de venda, que tendem a se dar a prêmios vantajosos. Todavia, a indenização se torna um mecanismo *anti-takeover* e os efeitos indiretos da cláusula geram preocupações sobre a postura do executivo diante da proteção, podendo trazer prejuízos pelo aumento da ineficiência na tomada de decisões.

---

<sup>236</sup> AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Managerial compensation and the threat of takeover. *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998, p. 228.

<sup>237</sup> BEBCHUK, Lucian; COHEN, Alma; WANG; Charles C. Y. Golden parachutes and the wealth of shareholders. *Journal of Corporate Finance*, n. 25, p. 140-154, abr. 2014.

## 5 A REMUNERAÇÃO EXECUTIVA NA GOVERNANÇA

A remuneração executiva é uma das estruturas de controle conhecidas na governança para mitigação dos conflitos de agência, visto que funciona como um incentivo para que os executivos se mantenham fieis ao objetivo da maximização da riqueza dos acionistas. Desta forma, diversas pesquisas propuseram verificar o melhor *design* para a elaboração de um plano de compensação que encontre incentivos eficientes para o máximo possível de lucro.

Entretanto, as especificidades da companhia e dos executivos que recebem os pagamentos/incentivos afetam a definição da compensação que proporcionará os melhores retornos aos acionistas. Isso significa que a escolha do incentivo correto depende de variáveis como o mercado de capitais em que a empresa está inserida, seu nível de maturidade, sua estrutura de capital e propriedade, número de ações da empresa que os executivos possuem, bem como suas respectivas idades, mandatos e níveis de preocupação com a carreira.

Sendo assim, apresentam-se algumas possíveis limitações em relação aos planos de remuneração tidos como ideais. A proposta é demonstrar que a definição da compensação executiva ótima deve necessariamente observar os aspectos contextuais para não incorrer em ineficiências, mesmo que a análise seja feita apenas pelas lentes da teoria clássica.

### 5.1 A DEFINIÇÃO CONTEXTUAL DA REMUNERAÇÃO

Embora exista grande esforço para encontrar o modelo de governança ideal, a globalização ainda não gerou convergência e tampouco se tem um consenso de quais seriam as melhores estruturas de controle. As projeções que existiam sobre a superioridade indubitável do modelo anglo-saxão se mostraram equivocadas, criando indícios de que a governança ideal deveria considerar a interdependência das companhias e o ambiente em que se encontram.

Os custos, contingências e complementaridades funcionam na mediação da interdependência entre as companhias e o ambiente, de modo que não se pode simplesmente importar uma estrutura de controle sem ponderar se ela encontraria adequação em uma realidade diferente. A governança corporativa que se mostra

realmente efetiva é pensada contextualmente, não existindo um único conjunto de regras ideais aplicáveis de forma universal:

Todas essas questões não possuem uma única simples resposta. As companhias possuem múltiplos participantes e existem múltiplos *trade-offs* que se interligam. Soluções diferentes podem ser necessárias dependendo do tipo de atividade a ser financiada. Projetos de capital humano intensivo podem requerer diferentes arranjos de governança de projetos de capital intensivo; projetos com longos períodos de implementação podem requerer diferentes soluções que projetos de horizontes curtos. Não é possível concluir apenas com base na análise econômica que existe um único conjunto de regras ideais que são aplicáveis universalmente a todas as companhias e economias, assim como não existe uma única constituição política que é universalmente melhor para todas as nações.<sup>238</sup>

Um contrato de remuneração somente é de fato eficiente quando compatível com as estruturas de governança da companhia. A celebração do contrato sem uma análise cuidadosa das particularidades da empresa e do mercado em que ela está inserida pode gerar resultados indesejados, sobretudo porque os incentivos em geral propõem apenas o aumento do preço das ações.

Deste modo, não se pretende tratar da visão do controle gerencial de novo, mas apenas demonstrar os perigos de se aplicar qualquer forma de remuneração executiva sem atenção aos detalhes. É dizer, a definição do plano deve levar em consideração as diversas relações que circunscrevem a atividade e não apenas a relação de agência, notadamente porque as estruturas ideais de compensação também dependem dos conflitos de interesses que surgem nas outras relações em que a companhia funciona como uma rede contratual.<sup>239</sup>

### 5.1.1 Limitações da remuneração por opções

Como se verificou, a razão pela qual adeptos da contratação ideal assumem que a remuneração baseada em opções deve ser implementada se relaciona com os benefícios do incentivo ao agente avesso a riscos. Embora existam discussões sobre a eficiência da medida e o preço de exercício, não se ignora que evidências dão suporte para a inclusão das opções.

Ocorre que o contexto das companhias deve ser levado em consideração para que a remuneração não se mostre ineficiente. Veja-se, por exemplo, que as

<sup>238</sup> Becht, Bolton e Roell, *Op. cit.*, p. 41.

<sup>239</sup> JOHN, Teresa A.; JOHN, Kose. Top-management compensation and capital structure. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 949-974, jul. 1993.

ações do executivo podem afetar o valor total da companhia e não tão somente o valor relativo ao *equity*. Se a empresa é altamente endividada, os incentivos que o profissional possui para aumentar o valor do *equity* podem superar em muito os seus incentivos para aumentar o valor total da empresa, sobretudo porque esses ganhos beneficiam principalmente os credores.

Marc Chesney, Jacob Stromberg, Alexander F. Wagner e Vincent Wolff analisam uma remuneração composta por ações e opções e demonstram que os incentivos dos executivos de tomar *asset risk* podem ser grandes se comparados aos de aumentar o valor dos ativos, ao passo que os incentivos de tomar *equity risk* são usualmente pequenos quando comparados aos de aumentar o preço das ações. O que muda é que o nível de dívida exerce papel implícito nos incentivos ao *equity*, mas apenas entra no cálculo dos incentivos ao *asset*. Observou-se que a diferença entre os incentivos é maior quando o endividamento é alto, cenário que há menor necessidade de opções para o *asset risk*.<sup>240-241</sup>

Segundo os autores, uma governança apropriada dos incentivos ao risco pela remuneração não pode ser considerada separadamente da gestão do risco pelo endividamento financeiro. Nesse sentido, a crise de 2008 essencialmente expôs o lado negativo do *asset risk* anterior dos bancos. As instituições que possuíam maiores incentivos tiveram as maiores baixas, refletindo práticas de obtenção de grande parte da receita por atividades não relacionadas a juros e investimentos em títulos lastreados em hipotecas e imóveis ruins. Então, o mercado reconheceu o maior *asset risk* e a maior inadimplência esperada de instituições financeiras com incentivos à tomada desse risco específico.

Rudiger Fahlenbrach e René M. Stulz constataram que companhias que estavam mais alinhadas com os acionistas por meio de maiores remunerações por meio de opções tiveram desempenho pior na crise. A explicação sugerida é que CEOs com incentivos melhores para maximizar o *shareholder value* tomaram riscos que outros não tomaram, de modo que o que *ex-ante* teria sido lucrativo para os

---

<sup>240</sup> CHESNEY, Marc *et al.* Managerial incentives to take asset risk. *Journal of Corporate Finance* (no prelo). 16 out. 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1595343](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595343)> Acesso em 29 out. 2020.

<sup>241</sup> A medição da sensibilidade das ações e opções do CEO a mudanças no valor total da empresa é vista como uma direção promissora da pesquisa (EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier; JENTER, Dirk. *Executive compensation: a survey of theory and evidence*. HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. (ed.). *The handbook of the economics of corporate governance*. v. 1. Amsterdam: North-Holland, 2017, p. 411).

acionistas foi prejudicial *ex-post* pelos resultados ruins.<sup>242</sup>

Vale dizer, as opções são pensadas para o aumento do preço das ações, porém seus incentivos geram impactos ao valor da companhia e devem ser levados em consideração na celebração do plano. Havendo alavancagem, é possível que os executivos não tenham tanto incentivo para aumentar o valor total da companhia ainda que o *asset risk* esteja alto.

A eficiência do plano de opções está diretamente ligada com o grau de incentivo à tomada de decisões, diante do pressuposto de que certos projetos ou investimentos podem ser lucrativos e ao mesmo tempo apresentarem um risco maior do que o suportado pelo executivo. Contudo, diversos fatores afetam os incentivos por meio da distorção da percepção de risco do agente que em teoria é interpretado como um profissional avesso ao risco.

Estipulando que o executivo afeta o valor da companhia por meio de suas decisões de investimento, Tom Nohel e Steven Todd destacam que os incentivos são multidimensionais e sensíveis ao *strike* das opções, à distribuição de riqueza, ao grau de diversificação, à aversão ao risco e ainda às preocupações com a carreira. Investimentos a menos ou a mais do que o que seria ideal podem ser grandes e também economicamente significativos em comparação às taxas de retorno que são requeridas pelos acionistas. Para eles, o valor da companhia não é uma função da compensação de incentivo e um aumento constante do pagamento não significa necessariamente o aumento do incentivo ao risco.<sup>243</sup>

Também há evidência de que o tamanho do plano e o preço de exercício devem mudar em resposta a parâmetros exógenos. Para um *strike* fixo, o tamanho da concessão de opções diminui com o risco da política de investimentos desejada, diminui na volatilidade do retorno do projeto arriscado e aumenta na alavancagem. Para um tamanho fixo, o preço de exercício ideal das opções aumenta com o risco da política de investimentos desejada, aumenta na volatilidade do retorno do projeto arriscado e diminui na alavancagem.<sup>244</sup>

Desta forma, a aplicação indiscriminada das opções *at-the-money* pode acabar não sendo a melhor decisão. As evidências apontam que a escolha do

---

<sup>242</sup> FAHLENBRACH, Rüdiger; STULZ, René M. Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 99, p. 11-26, 2011.

<sup>243</sup> Nohel e Todd, *Op. cit.*

<sup>244</sup> CHOE, Chongwoo. Leverage, volatility and executive stock options. *Journal of Corporate Finance*, v. 9, n. 5, p. 591-609, nov. 2003.

incentivo e a forma como ele é inserido no plano de remuneração tendem a variar e aplicações equivocadas podem anular os efeitos dos incentivos, contribuindo ainda para a possível destruição de valor.

### 5.1.2 Limitações da remuneração pós-emprego

Parte dos pesquisadores sustenta a eficiência de se incluir o *severance pay* no contrato de trabalho do executivo sob a premissa de que a indenização pelo término da relação auxilia na tomada de riscos, contribui à atração e retenção de executivos capacitados e pode ainda servir como solução caso o profissional se encontre entrincheirado na gestão. Embora haja discordância, cabe salientar que os efeitos da remuneração podem ser ainda mais perigosos a depender da estrutura de governança corporativa da companhia.

Há evidência, por exemplo, de que companhias com *severance pay* tendem a aumentar o custo da dívida em cerca de 10%, resultado que se manteve para títulos seguros e também arriscados. O aumento do custo da dívida coincide com o aumento no risco da empresa, da probabilidade das aquisições e da rotatividade.<sup>245</sup> Com efeito, sabe-se que a rotatividade de CEOs se associa positivamente com a diminuição do valor dos credores, impacto que é ainda mais relevante quando as companhias possuem maior risco de inadimplência e o executivo é demitido ao invés de substituído por outro profissional.<sup>246</sup>

As conclusões são apoiadas por outros trabalhos que buscam avaliar os efeitos das aquisições no valor dos credores. Por exemplo, observam-se grandes prejuízos às riquezas dos credores quando a companhia devedora é comprada mediante um *leveraged buyout*. Nesse caso, constatou-se que títulos de dívida que não eram assegurados por *covenants* perderam valor, resultado que foi consistente com a visão de que aumentos de alavancagem redistribuem a riqueza da companhia em detrimento de seus credores.<sup>247</sup>

A dívida adicionada depois da aquisição da empresa afeta negativamente o valor dos títulos de dívida anteriores, já que se aumenta a probabilidade de falência

---

<sup>245</sup> Mansi, Wald e Zhang, *Op. cit.*

<sup>246</sup> ADAMS, John C.; MANSI, Sattar. CEO turnover and bondholder wealth. *Journal of Banking & Finance*, v. 33, n. 3, p. 522-533, mar. 2009.

<sup>247</sup> ASQUITH, Paul; WIZMAN, Thierry A. Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 195-213, 1990.

e há a reordenação da prioridade de recebimento de acordo com a classificação de cada crédito perante a companhia. Contudo, é importante que sejam observadas as particularidades em relação ao risco dos títulos de dívida envolvidos na operação, avaliando os efeitos na companhia-alvo e na adquirente.

Matthew T. Billett, Tao-Hsien Dolly King e David C. Mauer analisaram o impacto de anúncios de aquisições na riqueza dos credores tanto da adquirente como da companhia-alvo da operação. Os credores das companhias adquiridas tiveram um retorno positivo que foi altamente dependente do risco de cada título, visto que somente os mais arriscados se beneficiaram. Por sua vez, os credores das companhias adquirentes obtiveram retornos negativos e não houve diferenciação entre o risco de cada crédito.<sup>248</sup>

A conclusão extraída foi de que os títulos de dívida da companhia-alvo tendem a se beneficiar quando ela é mais arriscada que a companhia adquirente, quando a operação diminui a alavancagem e quando os títulos possuem maturidade menor do que os títulos da adquirente. Também se observou que os retornos são significativamente maiores quando a companhia-alvo era relativamente pequena, quando a oferta não foi considerada hostil e quando a oferta de aquisição foi feita na década de 1990, tendo em vista que os maiores retornos dessa época coincidiram com o aumento da garantia via *covenants*.

Por sua vez, os retornos dos títulos da adquirente foram significativamente negativos quando o *rating* era menor que do que a companhia-alvo, quando o risco dos ativos após a fusão foi menor do que o risco do adquirente antes da operação, quando a fusão reduziu a alavancagem para a adquirente e quando a maturidade dos títulos era menor que a alvo. Entretanto, os títulos existentes foram pior quando o tamanho relativo da companhia-alvo era grande, quando a oferta foi hostil e quando foi feita na década de 1980.

Os resultados da companhia adquirente foram intrigantes, porém se pode concluir que a aquisição somente beneficia os títulos de dívida da companhia-alvo e somente quando seu *rating* é o pior da operação, quando a companhia é pequena e seus títulos possuem garantia.

Em outras palavras, uma vez que a inclusão da indenização no contrato se

---

<sup>248</sup> BILLET, Matthew T.; KING, Tao-Hsien Dolly; MAUER, David C. Bondholder wealth effects in mergers and acquisitions: new evidence from the 1980s and 1990s. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 1, p. 107-135, fev. 2004.



relaciona com a probabilidade de aquisições e rotatividade, além do custo da dívida, são mais acentuados os prejuízos dos credores. Dependendo da estrutura de capital que a companhia adote, a compensação pelo término do contrato de trabalho pode ser uma opção ruim especialmente para os credores quando a empresa se envolve em aquisições na posição de adquirente.

A análise de inclusão do *severance pay* deve ser ainda mais rigorosa quando o plano de indenização é acionado mediante a alteração do controle da companhia e não simplesmente por demissão. No caso, o *golden parachute* pode causar efeitos diferentes por sua especificidade de também se consubstanciar em uma medida contra a tomada de controle, devendo ser pensada em conjunto com a dimensão do mercado de aquisições local.

É importante que seja observado que o mercado de controle acionário não possui a mesma amplitude em todos os lugares. A concentração do capital com poucos acionistas faz com que a companhia adquirente precise negociar com o conselho da companhia-alvo, tendo em vista que a operação necessariamente depende da decisão de venda do controlador. Ou seja, os times alternativos só encontram uma arena para competir pelos recursos corporativos quando o capital está disperso entre vários acionistas.<sup>249</sup>

No Brasil, por exemplo, o mercado de controle acionário não é desenvolvido o suficiente para gerar grandes disputas entre times de gestão, não existindo muitos *players* dispostos a efetivar ofertas hostis. A regra é que as companhias tenham capital concentrado em um ou poucos acionistas, o que, por sua vez, desfavorece a criação de um mercado incorporador de companhias ineficientes. Para que exista uma aquisição hostil em cenários cujo controle não é majoritário, o interessado ainda se vê obrigado a despende de valores muito altos.<sup>250</sup>

Prevalece a concentração, de modo que o capital votante detido pelo maior acionista da companhia brasileira é de 48,5%.<sup>251</sup> Apesar de um aumento na dispersão do capital nos últimos anos diante do Novo Mercado, a grande maioria

---

<sup>249</sup> BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of corporate control. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, 1994, p. 958-959.

<sup>250</sup> Segundo a visão adotada pela Lei nº 6.404/1976, primeiro deveria ser criada a grande empresa, composta por controlador, para depois se pensar em dispersão acionária (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 195).

<sup>251</sup> MARQUES, Thiago de Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 16, n. 4, jul./ago. 2015, p. 128.

das empresas ainda possui controlador definido.<sup>252</sup>

<b>Estrutura acionária no Brasil</b>	<b>jun/17</b>	<b>dez/17</b>	<b>jun/18</b>	<b>dez/18</b>	<b>dez/19</b>
<b>Companhia abertas</b>	<b>330</b>	<b>338</b>	<b>337</b>	<b>332</b>	<b>327</b>
<b>Com controlador definido</b>	271	275	286	280	269
<b>Sem controlador definido</b>	59	63	51	52	58
<b>Possui acordo de acionistas</b>	126	126	127	125	124
<b>Sem controlador definido</b>	7	7	5	6	7
<b>Com controlador definido</b>	119	119	122	117	117
<b>Não possui acordo de acionistas</b>	204	212	210	209	203
<b>Sem controlador definido</b>	52	56	46	46	51
<b>Com controlador definido</b>	152	156	164	163	152

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

Estudiosos do direito empresarial indicam que a primeira oferta pública foi feita pela Macrosul S/A para aquisição do Sulbanco em 1971, ainda que a operação não tenha se concretizado. Contudo, cabe destacar que o instrumento apenas passou a ser um pouco mais utilizado para aquisições de controle nos anos 2000, quando finalmente houve sua regulamentação.<sup>253</sup> Levantando ofertas voluntárias, João Pedro Barroso do Nascimento destaca alguns casos paradigmáticos com o objetivo de analisar tentativas de aquisições e a aplicação de medidas defensivas: Sadia vs. Perdigão (2006), GVT vs. Vivendi (2009), DASA vs. Cromossomo (2013) e Eletropaulo vs. Enel (2018).<sup>254</sup>

O cenário de concentração das ações em poucos acionistas pode gerar efeitos indesejados a mecanismos *anti-takeover*, como seria o *golden parachute*. Dependendo da participação social, o poder exercido pelo bloco controlador passa a ganhar mais espaço em relação ao conselho de administração da companhia, o que, conseqüentemente, tende a acarretar a expropriação da riqueza dos minoritários pela ampliação dos benefícios privados do controle.

Sobre a *poison pill* à brasileira (ou OPA estatutária), isto é, a cláusula do

<sup>252</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim de mercado. v. 84. 29 out. 2020. p. 11. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado\\_84\\_102020.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_84_102020.pdf)> Acesso em 30 out. 2020.

<sup>253</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. v. 4. t. II. 2 ed. São Paulo: Saraiva: 2003, p. 201.

<sup>254</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à tomada de controle de companhias. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 127.

estatuto social que impõe a realização de uma oferta pública de aquisição a quem adquirir um percentual específico de participação, há quem acuse a técnica como instrumento para a manutenção do controle quando inserida em um contexto de concentração acionária. Para Modesto Carvalhosa, a disposição tem se mostrado um “mecanismo jurídico utilizado com o intuito de entrincheirar o grupo controlador e os administradores por ele indicados na companhia”,<sup>255</sup> motivo pelo qual parte da doutrina sustenta sua ilegalidade.<sup>256</sup>

Igualmente, a previsão de *golden parachutes* merece ser observada com mais cuidado no nosso país. É dizer, a celebração do contrato de indenização por companhia inserida em mercado de controle acionário pouco desenvolvido deve ao menos gerar dúvidas sobre a possível extração de benefícios privados por parte da empresa ou grupo detentor do controle. Para ilustração, utiliza-se do exemplo do *severance pay* previsto pela HRT Participações em Petróleo S/A em 2013 que foi julgado pela Comissão de Valores Mobiliários em 2018.

O conselho da HRT aprovou um pacote de indenizações que contemplava 28 executivos de alto escalão, divididos em dois grupos denominados no documento como “*staff management*” e “*senior management*”. A indenização do primeiro grupo, composto por 22 profissionais, correspondia à remuneração total anual de cada beneficiado, contando o bônus. As outras 6 pessoas teriam suas remunerações do ano multiplicada por dois, com exceção do diretor-presidente da empresa que teria uma multiplicação por três para cálculo da indenização.

Foram combinados os gatilhos: (i) aquisição de controle direto ou indireto; (ii) rejeição da proposta de composição do conselho pela maioria dos acionistas presentes na assembleia; e (iii) demissão sem justa causa pela empresa ou então pedido de demissão por bom motivo, o que se daria por “mudanças adversas”, incluindo denominação de cargo, alterações de funções ou de responsabilidades, falhas em sua reeleição e reduções no salário-base. Ressalva-se que a segunda hipótese só valeria para o *senior management*.

---

<sup>255</sup> CARVALHOSA, Modesto. *As poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 22.

<sup>256</sup> “A ilegalidade de tal cláusula de *poison pill* decorre do fato de ela inviabilizar operações que potencialmente atenderiam ao interesse da companhia, como, por exemplo, a aquisição de seu controle ou de uma participação relevante por um novo investidor, tendo como único efeito perpetuar no poder os administradores ou principais acionistas da companhia” (EIZIRIK, Nelson Laks. *Direito Societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 602).

A indenização foi proposta como um *golden parachute*, tanto em razão da primeira hipótese como da segunda. O gatilho da substituição de qualquer membro do conselho no próximo mandato foi fundamentado pela interpretação de que a alteração no controle estaria configurada pela simples saída de um conselheiro, ainda que o art. 116, 'a', da Lei nº 6.404/1976 disponha que o controlador tem o poder de eleger a maioria dos administradores e não todos. Depreende-se do caso que o controle da companhia possuiria controle minoritário e não controle gerencial, visto que um acionista tinha participação social entre 10% e 15% e dois acionistas tinham participação social entre 5% e 10%.

Com a eleição de três novos conselheiros na assembleia geral ordinária de 29 de abril de 2013, disparou-se o gatilho, três diretores renunciaram e a empresa os indenizou em mais de R\$ 20 milhões. A CVM questionou as justificativas para as hipóteses de disparo celebradas, a companhia respondeu e então foi instaurado o processo nº RJ2013/11703 para análise das indenizações.

Por acórdão, a CVM absolveu o conselho de administração da HRT por ter aprovado um *severance package* que previa o disparo de uma indenização a alguns de seus próprios membros caso os acionistas não seguissem integralmente sua proposta de chapa para o próximo mandato. Entre os motivos que teriam justificado a medida do ponto de vista do interesse social, a companhia citou o risco de tomada de controle hostil em função da queda de 80% da cotação das ações desde o IPO pelo insucesso de suas campanhas exploratórias.

Embora o *golden parachute* tenha sido validado, não se pode deixar de observar as particularidades desse caso. A aplicação da *business judgment rule* vedou a análise de conveniência da indenização proposta, o que impossibilitou a verificação de uma provável extração de renda diante dos aspectos institucionais e da documentação da companhia. Também não se ignora que o plano celebrado pelo conselho beneficiou alguns de seus próprios membros, demonstrando que havia falhas graves na governança corporativa.

Frisa-se que o mercado de controle brasileiro não é desenvolvido a ponto de demandar urgência na aprovação de medidas defensivas contra aquisições que venham em prejuízo da companhia e seus sócios. Ainda que a HRT possuísse boa parte do capital disperso e um provável controle minoritário, não se verificaram movimentações de mercado suficientes para se desconsiderar a conveniência do instrumento na estrutura acionária do país. Vale destacar, inclusive, que a empresa

fundamentou o gatilho em uma suposta proposta hostil de aquisição ainda em 2012, porém os próprios administradores informaram que o conselho teria rejeitado a operação depois da avaliação de um comitê.

Além disso, o estatuto social previa uma *poison pill* à brasileira que poderia ser dispensada por decisão da assembleia. Desta forma, percebe-se que a HRT já estava protegida contra eventuais aquisições hostis e deixava a decisão de dispensa da oferta aos acionistas, sugerindo, então, que o plano de indenização executivo teria sido celebrado por outra razão.

## 5.2 EFEITOS DO SHAREHOLDER VALUE NA REMUNERAÇÃO

Ainda que sofra críticas, a teoria da agência é amplamente utilizada para o embasamento das estruturas de controle empresarial. Os problemas da agência são tidos como pressupostos para a elaboração de modelos que se proponham a analisar de forma empírica a eficiência da remuneração executiva como incentivo ao agente supostamente avesso ao risco.

Nada obstante, os pesquisadores ainda apresentam divergência sobre qual seria a melhor remuneração executiva. Além de se encontrar resultados conflitantes, observa-se que o empiricismo depende do perfil de risco definido pelos estudiosos e pode gerar efeitos indesejados no caso concreto. Não é raro que os incentivos compensatórios favoreçam a tomada excessiva de risco por meio da implementação de projetos empresariais ineficientes ou incitem que os executivos manipulem informações para a extração de renda.

Ressalta-se, inclusive, que a própria teoria da agência estabelece que os incentivos produzidos com a remuneração podem ser eficientemente substituídos pela adoção de mecanismos de monitoramento. Segundo Kathleen M. Eisenhardt, melhores sistemas de informação controlam o oportunismo, diminuem o pagamento baseado em desempenho financeiro e fortalecem a propensão dos executivos a se comportarem em consistência aos interesses dos acionistas, reduzindo práticas como o *greenmail* e os *golden parachutes*.<sup>257</sup>

Uma vez que a própria lógica da agência pode evitar a necessidade de se celebrar planos potencialmente danosos aos acionistas, conclui-se que o principal

---

<sup>257</sup> Eisenhardt, *Op. cit.*, p. 65.

objetivo dos incentivos se relaciona mais com o *shareholder value* do que com a proposta de mitigação dos custos de agência. Com efeito, as supostas diferenças na percepção do risco entre agente e principal tem sido suficientes para fundamentar a celebração de planos que visam incitar projetos lucrativos exclusivamente sob a perspectiva dos acionistas da companhia.

Entretanto, a visão progressista do direito empresarial há muito tempo vem ganhando espaço na defesa de que a maximização do valor do acionista não é e nem deve ser o único objetivo da empresa. Não descuidando a necessidade de se proteger os acionistas contra eventuais oportunismos da gestão em virtude de seus *status* de requerentes residuais, atualmente são evidentes os riscos envolvidos na orientação exclusiva da companhia à riqueza do acionista.

Apesar dos avanços da governança corporativa, a maioria das empresas ainda enfatiza muito o *shareholder value* como fim da remuneração dos executivos. Embora a remuneração executiva afete os *stakeholders* e gere consequências para a companhia em geral, seus interesses raramente (ou nunca) são considerados na elaboração do plano compensatório. Decorre disso que o alinhamento de interesses com os acionistas é superdimensionado se comparado com o alinhamento com os outros envolvidos na atividade empresarial.

Vale ressaltar, por exemplo, que toda a relação de companhias brasileiras com as maiores remunerações executivas tem o *shareholder value* (sv) como um dos principais objetivos da política de remuneração, juntamente com os objetivos de atração e retenção de talentos, competitividade de mercado e meritocracia através do incentivo à produtividade. Aquelas que não são expressas na delimitação do objetivo de criação de valor ao acionista explicam que a remuneração visa ao “alinhamento de interesses” na relação de agência.<sup>258</sup>

Desta sorte, o objetivo da companhia brasileira em relação à remuneração de seus diretores é elaborar um plano que esteja em linha com os parâmetros de mercado para empresas do mesmo setor e com um tamanho parecido, ajudando também na atração e retenção de talentos, bem como que incentive a manutenção da produtividade daqueles que mais vestem a camisa da empresa e contribua para o aumento da riqueza do acionista.

---

<sup>258</sup> A análise envolveu as políticas de remuneração disponíveis e os formulários de referência, item 13.1, das 10 empresas relacionadas pelo Valor Econômico, conforme levantamento de Renato Chaves das maiores remunerações dos diretores-presidentes.

### Objetivos das políticas de remuneração executiva

Empresas	S. V.	Meritocracia/ produtividade	Mercado	Atração/retenção de talentos	Gerenciamento de riscos	Alinhamento com outros stakeholders
Itaú	x	x	x	x	x	
B3	x	x	x	x		
Santander	x	x	x	x	x	
CVC	x	x		x		
JBS	x	x		x		
Bradesco	x	x	x		x	
Cosan	x	x	x	x		
Cogna	x	x	x	x		
M. Luiza	x	x	x			
Braskem	x	x	x	x		

Fonte: autoria própria

A maioria das empresas não inclui a sustentabilidade ou gerenciamento de riscos como objetivo da política de remuneração, mas trabalha com diferimento da remuneração variável para garantir um alinhamento de interesses no longo prazo. Os bancos Itaú e Santander possuem cláusula de *malus* para possível redução ou devolução da remuneração variável quando, por exemplo, a empresa tem um desempenho financeiro ruim, variações no capital social, falhas na gestão de risco ou quando deflagra conduta imprópria do executivo.

Por mais que a gestão de riscos seja imprescindível, o desbalanceamento dos interesses na formulação da remuneração é um problema por si só em termos de governança corporativa. Certas decisões que prejudicam os *stakeholders* podem trazer consequências indesejadas à empresa, como, por exemplo, com a elevação do custo de crédito quando o endividamento é alto. Nesse caso, empresas com histórico de alavancagem como a JBS podem ser afetadas mais diretamente pela desconsideração do *stakeholder value*.

Observa-se, porém, que os referidos objetivos da remuneração executiva não estão em dissonância com as diretrizes. No regulamento do Novo Mercado, exige-se tão somente a elaboração de uma política e a divulgação de informações sobre o maior, o menor e o valor médio da remuneração no formulário de referência. Já no Código Brasileiro de Governança Corporativa do IBGC, sobre o qual a Instrução CVM nº 480/2009 exige um informe, verifica-se que as três regras “aplique ou explique” não tratam diretamente do assunto:

3.4.1 A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração por meio de um procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos.

3.4.2 A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.

3.4.3 A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.

Tanto é assim que, no informe, nenhuma das dez empresas preencheu “não” para qualquer uma das três regras de remuneração. As empresas CVC, JBS e Magazine Luiza afirmaram descumprimento parcial do item 3.4.1 relatando que ainda não possuem política de remuneração. Nesse sentido, também cabe uma crítica à formulação da regra, uma vez que as companhias divulgaram que o descumprimento foi apenas parcial pelo fato de elas observarem o procedimento formal e transparente mínimo exigido pela lei.

De forma parecida, os estatutos sociais também tendem a delimitar apenas as formalidades atinentes à remuneração executiva. A maior preocupação se dá em torno de um possível oportunismo da administração, razão pela qual é comum que se enfatize o papel da assembleia na aprovação do plano e que algumas empresas criem um comitê específico para a análise. Ainda que presentes, as preocupações de vinculação a resultados e alinhamento à gestão de risco constam apenas nas políticas de remuneração das empresas e dão margem suficiente para a elaboração exclusiva sob a ótica do acionista.

Há necessidade de se observar questões diferentes daquelas usualmente observadas na escolha da remuneração, tanto pela preocupação em relação ao incentivo ao curto prazo na implementação de projetos como pelos reflexos de certas decisões no contexto geral. Especialmente em companhias que possuem a estrutura de capital voltada à emissão de dívida, os credores devem ser levados em consideração quando são propostos incentivos que tendem a diminuir o *rating* da empresa e diminuir o valor dos créditos.

Nesse sentido, em se tratando de companhia endividada, observou-se que o atendimento ao interesse dos credores pode se consubstanciar em benefício aos próprios acionistas diante da cautela na tomada de riscos que podem resultar em prejuízos ao valor total da empresa. Em outras palavras, o *shareholder value* tido como base sólida da estruturação de incentivos pode ser ineficiente mesmo em



relação ao objetivo de maximizar a riqueza do acionista.

Similarmente, o crescimento da remuneração executiva tem gerado uma disparidade entre as rendas recebidas pelo diretor-presidente e as rendas auferidas pelo trabalhador médio da companhia. Ainda que esforços de cunho administrativo e legislativo tenham instituído requerimentos obrigatórios para o acompanhamento da razão entre as referidas remunerações no tempo, existe liberdade suficiente para que os pagamentos executivos continuem em patamares extraordinários sob a argumentação da eficiência na contratação.

Algumas pesquisas apontam benefícios na regulação, argumentando que limitar a remuneração pode ser eficiente.<sup>259</sup> A regulação da compensação executiva poderia servir para reduzir o pagamento que visa ao incentivo, considerando que as compensações excessivas muitas vezes são decorrentes da própria competição entre as empresas no âmbito do mercado executivo.<sup>260</sup>

Ocorre que o problema não possui solução simples, sobretudo porque as evidências sobre as possíveis consequências à restrição do pagamento executivo indicam a necessidade de cautela. É possível, por exemplo, que as intervenções sejam ruins diante da possibilidade de causarem o aumento das remunerações e a redução da sensibilidade ao desempenho.

Ingolf Dittmann, Ernst Maug e Dan Zhang apontam que quando se restringe a remuneração total realizada, há tendência de aumento na compensação média, maiores recompensas por desempenhos medíocres e ainda menores incentivos à tomada de risco pelos executivos. Para eles, restrições à remuneração total *ex-ante* tendem a reduzir a demanda por talentos e esforço e restrições a componentes da remuneração são facilmente contornadas.<sup>261</sup>

Em pesquisa descritiva, Alex Edmans, Xavier Gabaix e Dirk Jenter defendem que a regulação não é uma boa resposta para as externalidades causadas pela remuneração dos executivos em virtude do caráter *one-size-fits-all* das proibições. Ao invés de regular o pagamento, os autores sugerem a definição de diretrizes por

---

<sup>259</sup> CEBON, Peter; HERMALIN, Benjamin E. When less is more: the benefits of limits on executive pay. *The Review of Financial Studies*, v. 28, n. 6, p. 1667-1700, jun. 2005.

<sup>260</sup> DICKS, David L. Executive compensation and the role for corporate governance regulation. *The Review of Financial Studies*, v. 25, n. 6, p. 1971-2004, abr. 2012.

<sup>261</sup> DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; ZHANG, Dan. Restricting CEO pay. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 4, p. 1200-1220, set. 2011.

meio de recomendações ou dos princípios “aplique ou explique”, possibilitando o afastamento quando for pertinente.<sup>262</sup>

A regulação deve ser feita pontualmente. Todavia, o primeiro passo para a definição da remuneração executiva consiste no abandono de antigos dogmas, admitindo-se a possibilidade do sacrifício parcial do *shareholder value* em favor de outros interesses que coexistem na atividade empresarial.

---

<sup>262</sup> Edmans, Gabaix e Jenter, *Op. cit.*, p. 493.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa surgiu como um sistema que pretende assegurar a eficiência da gestão e o alinhamento de interesses, obtendo relevância, sobretudo, em momentos de crise econômica. Fruto de sua consagração nos estudos das áreas de economia e administração de empresas, eclodiram várias teorias na tentativa de definir com precisão qual era a função da governança e de encontrar as estruturas de controle mais eficientes para essa finalidade.

Como pensamento hegemônico, a teoria da agência estabelece a ideia de que é necessário investir em custosas estruturas de controle para preservar o alinhamento entre acionistas e diretores executivos. Há pressupostos muito bem definidos na teoria clássica, sendo o primeiro de que o objetivo da companhia é a criação de valor para os seus acionistas e o segundo de que os executivos tendem a ser oportunistas e tolerar menos risco. Embora predominante, a teoria da agência possui pressupostos diferentes em relação a outras linhas teóricas que também encontram espaço na academia e é alvo de críticas incisivas por sua simplificação, recorte de objetivo e falta de comprovação científica.

A remuneração executiva é uma das estruturas de controle conhecidas na governança para mitigação dos problemas de agência, visto que funciona como um incentivo para que os executivos se mantenham fieis ao objetivo da maximização da riqueza dos acionistas. Desta forma, diversas pesquisas propuseram verificar o melhor *design* para a elaboração de um plano de compensação que encontre incentivos eficientes para o máximo possível de lucro.

De todo modo, mesmo com a premissa teórica de que o executivo precisa de incentivo para o alinhamento de interesses, não se tem um parecer unânime entre os pesquisadores sobre a melhor remuneração. Quando não há contradição, observa-se que os resultados empíricos dependem completamente do perfil de risco definido genericamente para construção do modelo, podendo gerar efeitos contrários na ausência de correlação com a realidade. Por vezes, os incentivos fazem com que os executivos tomem risco excessivo implementando projetos ineficientes ou então manipulem informações para a extração de renda.

Uma vez que a própria teoria da agência estabelece que os incentivos produzidos com a remuneração executiva podem ser eficientemente substituídos pela adoção de mecanismos de monitoramento, conclui-se que o principal objetivo

dos incentivos se relaciona mais com o *shareholder value* do que com a proposta de mitigação dos custos de agência. Com efeito, as supostas diferenças na percepção do risco entre agente e principal tem sido suficientes para fundamentar a celebração de planos de compensação que visam incitar projetos lucrativos exclusivamente sob a perspectiva dos acionistas da companhia.

Ocorre que as especificidades da companhia e dos executivos que recebem os pagamentos/incentivos afetam a definição da compensação que proporcionará os melhores retornos aos acionistas. Isso significa que a escolha do incentivo correto depende de variáveis como o mercado de capitais em que a empresa está inserida, seu nível de maturidade, sua estrutura de capital e propriedade, o número de ações da companhia que os executivos possuem, além das suas respectivas idades, mandatos e níveis de preocupação com a carreira.

Por mais que exista esforço para encontrar o modelo de governança ideal, constatou-se que a globalização ainda não gerou convergência para um modelo único e não há consenso sobre quais seriam as melhores estruturas de controle para padronização das variáveis. As projeções no que diz respeito à superioridade do modelo anglo-saxão se mostraram equivocadas, criando indícios de que a governança corporativa ideal deveria considerar a interdependência das companhias e o ambiente em que se encontram.

Em outras palavras, mesmo com base nas premissas da teoria da agência, o contrato de remuneração dos executivos somente é eficiente quando compatível com o contexto da companhia. A celebração do contrato sem uma análise cuidadosa das particularidades da empresa e do mercado em que ela está inserida pode gerar resultados indesejados, sobretudo porque os incentivos em geral propõem apenas o aumento do preço das ações.

Não obstante, a corrente progressista do direito empresarial há muito tempo vem ganhando espaço na defesa de que a maximização do valor do acionista não é e nem deve ser o único objetivo da empresa. Sem descuidar da necessidade de se proteger os acionistas contra eventuais oportunismos da gestão em virtude de seus *status* de requerentes residuais, atualmente são evidentes os riscos envolvidos na orientação exclusiva da companhia à riqueza do acionista. Tanto é assim que existe uma crescente procura dos investidores a empresas que adotem padrões de *environmental, social and corporate governance* e que não tenham suas decisões exclusivamente focadas na percepção de lucro.

A escolha da remuneração deve observar questões diferentes daquelas preconizadas na teoria da agência, tanto pela preocupação em relação ao incentivo à valorização de curto prazo como pelos reflexos gerais. Nas companhias com a estrutura de capital voltada à emissão de dívida, os credores devem ser levados em consideração quando são propostos incentivos que tendem a diminuir o *rating* da empresa e diminuir o valor dos créditos. Nas companhias com maior disparidade entre as rendas do diretor-presidente e do trabalhador médio, devem-se encontrar formas para a redução da desigualdade.

Embora não exista solução simples em virtude das consequências que podem advir da regulação do pagamento, acredita-se que grande parte dos problemas decorre dos pressupostos de maximização da riqueza do acionista como medida de eficiência do controle. Sendo assim, o primeiro passo para a definição de uma remuneração realmente eficiente consiste no abandono de antigos dogmas, admitindo-se o sacrifício parcial do *shareholder value* em favor de outros interesses que coexistem na atividade empresarial.

O sacrifício eventual do lucro corporativo pela percepção de que existem outros valores importantes em jogo está em linha com padrões éticos demandados até mesmo pelo mercado acionário. Exatamente por isso, as estruturas de controle, como o contrato de remuneração executiva, não podem desconsiderar os outros interesses empresariais ao propor configurações potencialmente destrutivas para as classes de *stakeholders* não-acionistas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADAMS, John C.; MANSI, Sattar. CEO turnover and bondholder wealth. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 3, p. 522-533, mar. 2009.

ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. **Journal of Economic Literature**, v. 48, n. 1, p. 58-107, 2010.

ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One share-one vote: the empirical evidence. **Review of Finance**, v. 12, p. 51-91, 2008.

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Managerial compensation and the threat of takeover. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 219-239, 1998.

AGUIAR, Andson Braga de; PIMENTEL, Renê Coppe. Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, ago. 2017.

AGUILERA, Ruth V. *et al.* An organizational approach to corporate governance: costs, contingencies, and complementarities. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 475-492, mai./jun. 2008.

AGUILERA, Ruth V.; JACKSON, Gregory. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.

AHRENS, Thomas *et al.* The research frontier in corporate governance. **Journal of Management and Governance**, v. 15, p. 311-325, 2011.

ALMAZAN, Andres; SUAREZ, Javier. Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 2, p. 519-547, abr. 2003.

ANDRADE, Gregor; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, p. 103-120, 2001.

ARGARYS, Chris. Organization man: rational and self-actualizing. **Public Administration Review**, v. 33, p. 354-357, jul./ago. 1973.

ASQUITH, Paul; WIZMAN, Thierry A. Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 195-213, 1990.

BAINBRIDGE, Stephen M. The business judgment rule as abstention doctrine. **Vanderbilt Law Review**, v. 57, p. 83-130, 2004.

BEBCHUK, Lucian A.; COATES, John C.; SUBRAMANIAN, Guhan. The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence & policy. **Stanford Law Review**, v. 54, p. 887-951, 2002.

BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma; SPAMANN, Holger. The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. **Yale Journal on Regulation**, v. 27, n. 2, p. 257-282, 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; COHEN, Alma; WANG, Charles C. Y. Golden parachutes and the wealth of shareholders. **Journal of Corporate Finance**, n. 25, p. 140-154, abr. 2014.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. How to tie equity compensation to long-term results. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 22, n. 1, p. 99-106, 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. **Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BEBCHUK, Lucian A.; GRINSTEIN, Yaniv. The growth of executive pay. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 21, n. 2, p. 283-303, 2005.

BEBCHUK, Lucian A.; GRINSTEIN, Yaniv; PEYER, Urs. Lucky CEOs and lucky directors. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2363-2401, dez. 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, p. 127-170, nov. 1999.

BEBCHUK, Lucian A.; SPALMANN, Holger. Regulating bankers' pay. **Georgetown Law Journal**, v. 98, p. 247-287, 2010.

BEBCHUK, Lucian A. Efficient and inefficient sales of corporate control. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 957-993, nov. 1994.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROELL, Ailsa. Corporate governance and control. CONSTANTINIDES, George; HARRIS, Milton; STULZ, René (ed.). **Handbook of the economics of finance**. v. 1. Amsterdam: North-Holland, 2003, p. 1-109.

BECHT, Marco; ROELL, Ailsa. Blockholdings in Europe: an international comparison. **European Economic Review**, v. 43, p. 1049-1056, 1999.

BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. **Journal of Political Economy**, v. 111, n. 5, p. 1043-1075, 2003.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; ROMANO, Roberta. The promise and peril of corporate governance indices. **Columbia Law Review**, v. 108, n. 8, p. 1803-1882, 2008.

BILLET, Matthew T.; KING, Tao-Hsien Dolly; MAUER, David C. Bondholder wealth effects in mergers and acquisitions: new evidence from the 1980s and 1990s. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 1, p. 107-135, fev. 2004.

BIVENS, Josh; MISHEL, Lawrence. The pay of corporate executives and financial professionals as evidence of rents in top 1 percent incomes. **Journal of Economic Perspectives**, v. 27, n. 3, p. 57-78, 2013.

BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier. A self-enforcing model of corporate law. **Harvard Law Review**, v. 109, p. 1911-1982, 1996.

BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A team production theory of corporate law. **Virginia Law Review**, v. 85, n. 2, p. 247-328, mar. 1999.

BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Corporate accountability: diretor accountability and the mediating role of the corporate board. **Washington University Law**, v. 79, p. 403-447, 2001.

BOLSA, BRASIL E BALCÃO. **Regulamento do Novo Mercado**. B3, 2017. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)> Acesso em 10 mar. 2021.

BOYD, Brian K.; SOLARINO, Angelo M. Ownership of corporations: a review, synthesis, and research agenda. **Journal of Management**, v. 42, n. 5, p. 1282-1314, mar. 2016.

BRANSON, Douglas M. The very uncertain prospect of global convergence in corporate governance. **Cornell International Law Journal**, v. 34, n. 2, p. 321-362, 2001.

BRENNER, Menachem; SUNDARAM, Rangarajan K.; YERMACK, David. Altering the terms of executive stock options. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 103-128, 2000.

BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm operating performance. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 32, p. 129-144, 2009.

CADMAN, Brian D.; CAMPBELL, John L.; KLASA, Sandy. Are ex ante CEO severance pay contracts consistent with efficient contracting? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 51, n. 3, p. 737-769, jun. 2016.

CALLAGHAN, Sandra Renfro; SALY, P. Jane; SUBRAMANIAM, Chandra. The timing of option repricing. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1651-1676, ago. 2004.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.



CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v. 4. t. II. 2 ed. São Paulo: Saraiva: 2003.

CEBON, Peter; HERMALIN, Benjamin E. When less is more: the benefits of limits on executive pay. **The Review of Financial Studies**, v. 28, n. 6, p. 1667-1700, jun. 2005.

CHEFFINS, Brian R. The history of corporate governance. WRIGHT, Douglas Michael *et al.* (ed.). **The Oxford handbook of corporate governance**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 46-64.

CHEN, Zhihong; LI, Oliver Zhen; ZOU, Hong. Directors' and officers' liability insurance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 61, p. 100-120, 2016.

CHESNEY, Marc *et al.* Managerial incentives to take asset risk. **Journal of Corporate Finance** (no prelo). 16 out. 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1595343](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595343)> Acesso em 29 out. 2020.

CHHAOCHHARIA, Vidhi; GRINSTEIN, Yaniv. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1789-1825, ago. 2007.

CHOE, Chongwoo. Leverage, volatility and executive stock options. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 5, p. 591-609, nov. 2003.

CHOI, Albert H. Concentrated ownership and long-term shareholder value. **Harvard Business Law Review**, v. 8, p. 53-99, 2018.

CHRISTOPHER, Joe. Corporate governance - A multi-theoretical approach to recognizing the wider influencing forces impacting on organizations. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 21, p. 683-695, 2010.

CLARKE, Thomas. Deconstructing the mythology of shareholder value: a comment on Lynn Stout's "The shareholder value myth". **Accounting Economics and Law: A Convivium**, v. 3, p. 15-42, 2013.

CLARKSON, Max B. E. A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance. **The Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, jan. 1995.

COFFEE JR., John C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93, n. 3, p. 641-707, 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Boletim de mercado**. v. 84. 29 out. 2020. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletim\\_mercado/anexos/BoletimdeMercado\\_84\\_102020.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletim_mercado/anexos/BoletimdeMercado_84_102020.pdf)> Acesso em 30 out. 2020.

CORDEIRO, Antonio Menezes. Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 54, v. 3, p. 761-777, dez. 1994.

DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R.; CANNELLA JR., Albert A. Corporate governance: decades of dialogue and data. **The Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 371-382, jul. 2003.

DALTON, Dan R. *et al.* Meta-analyses of financial performance and equity: fusion or confusion? **The Academy of Management Journal**, v. 46, n. 1, p. 13-26, fev. 2003.

DALTON, Dan R. *et al.* Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 19, p. 269-290, 1998.

DAVIS, James H.; SCHOORMAN, F. David; DONALDSON, Lex. Toward a stewardship theory of management. **The Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 20-47, jan. 1997.

DENES, Matthew R.; KARPOFF, Jonathan M.; MCWILLIAMS, Victoria B. Thirty years of shareholder activism: a survey of empirical research. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, p. 405-424, jun. 2017.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, p. 191-212, 2001.

DENIS, Diane K.; MCCONELL, John. J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, p. 1-36, 2003.

DICKS, David L. Executive compensation and the role for corporate governance regulation. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 6, p. 1971-2004, abr. 2012.

DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst. Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, 303-343, fev. 2007.

DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; SPALT, Oliver G. Indexing executive compensation contracts. **The Review of Financial Studies**, v. 26, n. 12, p. 3182-3224, 2013.

DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; SPALT, Oliver. Sticks or carrots? Optimal CEO compensation when managers are loss averse. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2015-2050, dez. 2010.

DITTMANN, Ingolf; MAUG, Ernst; ZHANG, Dan. Restricting CEO pay. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1200-1220, set. 2011.

DITTMANN, Ingolf; YU, Ko-Chia; ZHANG, Dan. How important are risk-taking incentives in executive compensation? **Review of Finance**, p. 1805-1846, 2017.

DOBBIN, Frank; ZORN, Frank. Corporate malfeasance and the myth of shareholder value. DAVIS, Diane E. (ed.). **Political power and social theory**. v. 28. Bingley: Elsevier, 2005, p.179-198.

DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 49-65, jun. 1991.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. Theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **The Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, jan. 1995.

EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier. Is CEO pay really inefficient? A survey of new optimal contracting theories. **European Financial Management**, v. 15, n. 3, p. 486-496, 2009.

EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier; JENTER, Dirk. Executive compensation: a survey of theory and evidence. HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. (ed.). **The handbook of the economics of corporate governance**. v. 1. Amsterdam: North-Holland, 2017, p. 383-539.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Direito Societário: estudos e pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ERKENS, David H.; HUNG, Mingyi; MATOS, Pedro. Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 389-411, jan. 2012.

ERMEL, Marcelo Daniel Araújo; MEDEIROS, Vanessa. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 31, n. 82, p. 84-98, jan./abr. 2020.

FAHLENBRACH, Rüdiger; STULZ, René M. Bank CEO incentives and the credit crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 99, p. 11-26, 2011.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. Remuneração milionária da Rede D'Or chama atenção dos investidores. **Valor Econômico**. 8 dez. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/12/08/remuneracao-milionaria-da-rede-dor-chama-atencao-dos-investidores.ghtml>> Acesso em 27 fev. 2021.

FREEMAN, Robert Edward. **Managing for stakeholders**. 5 fev. 2014. Disponível em: <[https:// papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1186402](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1186402)> Acesso em 8 nov. 2020.

FREEMAN, Robert Edward. **Strategic management: a stakeholder approach**. Massachusetts: Pitman, 1984.

FREEMAN, Robert Edward.; MCVEA, John. A stakeholder approach to strategic management. HITT, Michael A.; FREEMAN, R. Edward; HARRISON, Jeffrey S. **The Blackwell handbook of strategic management**. Nova Jersey: Blackwell Publishing, 2006, p. 183-201.

FRYDMAN, Carola; JENTER, Dirk. CEO compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, p. 75-102, 2010.

GABAIX, Xavier; LANDIER, Augustin. Why has CEO pay increased so much? **The Quarterly Journal of Economics**, p. 49-100, fev. 2008.

GAO, Huasheng. Optimal compensation contracts when managers can hedge. **Journal of Financial Economics**, v. 97, p. 218-238, 2010.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 381-402, 2006.

GILLAN, Stuart L.; HARTZELL, Jay C.; PARRINO, Robert. Explicit versus implicit contracts: evidence from CEO employment agreements. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 4, p. 1629-1655, ago. 2009.

GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. **Harvard Law Review**, v. 119, n. 6, p. 1641-1679, abr. 2006.

GILSON, Ronald J. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. **The American Journal of Comparative Law**, v. 49, p. 329-357, 2001.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 152, p. 785-843, 2003.

GOLDBERG, Ilan. Para que serve o contrato de seguro de responsabilidade para administradores? **Consultor Jurídico**. 20 mai. 2019. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2019-mai-20/direito-civil-atual-serve-contrato-seguro>> Acesso em 5 nov. 2020.

GOLDMAN, Eitan Moshe; HUANG, Peggy Peiju. Contractual vs. actual separation pay following CEO turnover. **Management Science**, v. 61, n. 5, p. 931-1193, set. 2014.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, fev. 2003.

GORDON, Jeffrey N. **Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley**. mar. 2003. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=391363](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391363)> Acesso em 8 nov. 2020.

GORDON, Jeffrey N. The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices. **Stanford Law Review**, v. 59, p. 1465-1568, abr. 2007.

GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard. Principal costs: a new theory for corporate law and governance. **Columbia Law Review**, v. 117, p. 767-829, 2017.

GRAHAM John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. Value destruction and financial reporting decisions. **Financial Analysts Journal**, v. 62, n. 6, p. 27-39, 2006.

GUERRERA, Francesco. Welch condemns share price focus. **Financial Times**. 12 mar. 2009. In: <<https://www.ft.com/content/294ff1f2-0f27-11de-ba10-0000779fd2ac>> Acesso em: 2 set. 2020.

GUILLÉN, Mauro F. Corporate governance and globalization: is there convergence across countries? **Advances in International Comparative Management**, v. 13, p. 175-204, 2000.

HABIB, Michel A.; LJUNGQVIST, Alexander. Firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach. **The Journal of Business**, v. 78, n. 6, p. 2053-2094, nov. 2005.

HALL, Brian J. A better way to pay CEOs? CARPENTER, Jennifer; YERMACK, David (ed.). **Executive compensation and shareholder value**. Nova York: Springer, 1999, p. 35-46.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. **The Georgetown Law Journal**, v. 89, p. 439-468, 2001.

HARTEZELL, Jay C.; OFEK, Eli; YERMACK, David. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. **The Review of Financial Studies**, v. 17, n. 1, p. 37-61, jan. 2004.

HERNANDEZ, Morela. Toward an understanding of the psychology of stewardship. **Academy of Management Review**, v. 37, n. 2, p. 172-193, abr. 2012.

HILL, Charles W. L.; JONES, Thomas M. Stakeholder-agency theory. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 2, p. 131-154, 1992.

HILLMAN, Amy J.; CANNELLA JR., Albert A.; PAETZOLD, Ramona L. The resource dependency role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. **Journal of Management Studies**, v. 37, n. 2, p. 235-255, mar. 2000.

HILLMAN, Amy J.; DALZIEL, Thomas. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. **The Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 383-396, 2003.

HOLMSTROM, Bengt. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 79-91, 1979.

INDERST, Roman. MUELLER, Holger M. CEO replacement under private information. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 8, p. 2935-2969, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Remuneração dos administradores**. 7 ed. São Paulo: IBGC, 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **PNAD contínua 2019**: rendimento do 1% que ganha mais equivale a 33,7 vezes o da metade da população que ganha menos. 6 mai. 2020. Disponível em: <<https://cutt.ly/xgfVy7v>> Acesso em 15 out. 2020.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, mai. 1986.

JENSEN, Michael C. Takeovers: their causes and consequences. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **The Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, abr. 1990.

JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1983.

JOHN, Teresa A.; JOHN, Kose. Top-management compensation and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 949-974, jul. 1993.

JU, Nengjiu; LELAND, Hayne; SENBET, Lemma W. Options, options repricing in managerial compensation: their effects on corporate investment risk. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 628-643, 2014.

KAPLAN, Steven N.; RAUH, Joshua. It's the market: the broad-based rise in the return to top talent. **Journal of Economic Perspectives**, v. 27, n. 3, p. 35-56, 2013.

KHURANA, Rakesh. The curse of the superstar CEO. **Harvard Business Review**. set. 2002. Disponível em: <<https://hbr.org/2002/09/the-curse-of-the-superstar-ceo>> Acesso em 16 out. 2020.

KREUZBERG, Fernanda; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Para onde estamos caminhando? Uma análise das pesquisas em governança corporativa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 1, p. 43-66, jan./fev. 2019.

KRUGMAN, Paul. For richer. **The New York Times Magazine**. 20 out. 2002. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2002/10/20/magazine/for-richer.html>> Acesso em 6 out. 2020.

L'HUILLIER, Barbara Marie. What does "corporate governance" actually mean? **Corporate Governance: International Journal of Business in Society**, v. 14, n. 3, p. 300-319, 2014.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun. 2002.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998, p. 1152.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LANGEVOORT, Donald C. The human nature of corporate boards: law, norms, and unintended consequences of independence and accountability. **Georgetown Law Journal**, v. 89, p. 798-832, 2001.

LAZONICK, William. Controlling the market for corporate control: the historical significance of managerial capitalism. **Industrial and Corporate Change**, v. 1, n. 3, p. 445-488, 1992.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, abr. 1965.

MANSI, Sattar; WALD, John; ZHANG, Andrew. Severance agreements and the cost of debt. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, p. 426-444, dez. 2016.

MANSO, Gustavo. Motivating innovation. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 5, p. 1823-1860, out. 2011.

MARQUES, Thiago de Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 100-133, jul./ago. 2015.

MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; XIE, Fei. Corporate governance and acquirer returns. **Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1851-1889, ago. 2007.

MCGREGOR, Jena. Average CEO earnings soared to \$21.3 million last year and could rise again in 2020 despite the coronavirus recession. **The Washington Post**. 18 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.washingtonpost.com/business/2020/08/18/corporate-executive-pay-increase/>> Acesso em 13 out. 2020.

MELIN, Anders; SAM, Cedric. Wall Street gets the flak, but tech CEOs get paid all the money. **Bloomberg**. 10 jul. 2020. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/graphics/2020-highest-paid-ceos/>> Acesso em 13 out. 2020.

MEULBROEK, Lisa K. *et al.* Shark repellents and managerial myopia: an empirical test. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. 1108-1117, out. 1990.

MILLON, David. Communitarianism in corporate law: foundations and law reform strategies. MITCHELL, Lawrence E. (editor). **Progressive corporate law**. Nova York: Avalon, 1995.

MILLON, David. New directions in corporate law: communitarians, contractarians, and the crisis in corporate law. **Washington and Lee Review**, v. 50, n. 4, p. 1373-1393, 1993.

MILLON, David. Redefining corporate law. **Indiana Law Review**, v. 24, n. 2, p. 223-277, 1991.

MIRRELES, James A. The optimal structure of incentives and authority within an organization. **The Bell Journal of Economics**, v. 7, n. 1, p. 105-131, 1976.

MISHEL, Lawrence; KANDRA, Jori. CEO compensation surged 14% in 2019 to \$ 21.3 million. **Economic Policy Institute**. 18 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-surged-14-in-2019-to-21-3-million-ceos-now-earn-320-times-as-much-as-a-typical-worker/>> Acesso em 11 out. 2020.

MITCHELL, Mark L.; LEHN, Kenneth. Do bad bidders become good targets? **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 372-398, abr. 1990.

MORCK, Randall K. *et al.* The rise and fall of the widely held firm. MORCK, Randall K. **A history of corporate governance around the world: families business groups to professional managers**. The University of Chicago Press: London, 2005.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Do managerial objectives drive bad acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, n. 1, p. 31-48, mar. 1990.

MURPHY, Kevin J. **Executive compensation**. 19 mai. 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=163914](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914)> Acesso em 14 out. 2020.

MURPHY, Kevin J. **Executive compensation: where we are, and how we got there**. 13. ago. 2012. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2041679](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679)> Acesso em 13 out. 2020.

MURPHY, Kevin J. Explaining executive compensation: managerial power versus the perceived cost of stock options. **The University of Chicago Law Review**, v. 69, p. 847-869, 2002.



MURPHY, Kevin J.; ZABOJNIK, Jan. **Managerial capital and the market for CEOs**. 8 abr. 2007. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=984376](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=984376)> Acesso em 8 out. 2020.

MUSCARELLA, Christopher J.; ZHAO, Jing, **Promoting the quiet life or risk-taking?** CEO severance contracts and managerial decision-making. jun., 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1787221>> Acesso em 12 mar. 2020.

NADER, Ralph; GREEN, Mark; SELIGMAN, Joel. **Taming the giant Corporation** how the largest corporations control our lives. Toronto: George J. McLeod, 1976.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

NOHEL, Tom; TODD, Steven. Stock options and managerial incentives to invest. **Journal of Derivatives Accounting**, v. 1, p. 29-46, 2004.

OCASIO, William; JOSEPH, John. Cultural adaptation and institutional change: the evolution of vocabularies of corporate governance, 1972-2003. **Poetics**, v. 33, p. 163-178, jun./ago. 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: Éditions OCDE, 2016.

PARGENDLER, Mariana. Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs. **The Journal of Corporation Law**, v. 45, n. 4, p. 953-975, jul. 2020.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule no direito brasileiro. **Revista dos Tribunais**, v. 953, p. 51-74, 2015.

PARGENDLER, Mariana. The corporate governance obsession. **The Journal of Corporation Law**, v. 42, n. 2, p. 359-402, 2016.

PARGENDLER, Mariana. The grip of nationalism on corporate law. **Indiana Law Journal**, v. 95, n. 2, p. 533-590, abr. 2020.

PEPPER, Alexander; GORE, Julie Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 4, p. 1045-1068, 2015.

PFEFFER, Jeffrey. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 2, p. 218-228, 1972.

PIETERSE, Jan Nederveen. Globalization as hybridization. FEATHERSTONE, Mike; LASH, Scott; ROBERTSON, Roland. **Global Modernities**. Londres: Sage Publications, 1995, p. 45-68.

PIKETTY, Thomas; SAEZ, Emmanuel; ZUCMAN, Gabriel. Distributional national accounts: methods and estimates for the United States. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 133, n. 2, p. 553-609, mai. 2018.

PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Relatório do desenvolvimento humano 2019**. Disponível em: <[http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr\\_2019\\_pt.pdf](http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2019_pt.pdf)> Acesso em 15 out. 2020.

RAU, P. Raghavendra; XU, Jin. How do ex ante severance pay contracts fit into optimal executive incentive schemes? **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 3, p. 631-671, jun. 2013.

ROBERTS, John. Trust and control in Anglo-American systems of corporate governance: The individualizing and socializing effects of processes of accountability. **Human Relations**, v. 54, n. 12, p. 1547-1572, 2001.

ROE, Mark J. Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States. **The Yale Law Journal**, v. 102, p. 1927-2003, 1993.

ROE, Mark J. The shareholder wealth maximization norm and industrial organization. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 149, p. 2063-2081, 2001.

ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance. **The Yale Law Journal**, v. 114, p. 1521-1611, 2005.

ROSEN, Sherwin. The economics of superstars. **The American Economic Review**, v. 71, n. 5, p. 845-858, dez. 1981.

SACHS, Ram. The international law of corporate governance. **Pace International Law Review**, v. 32, n. 1, p. 57-102, 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. CEOs têm remuneração 600 vezes maior que funcionário. **Valor Econômico**. Disponível em: <<https://valor.globo.com/carreira/noticia/2020/09/28/ceos-tem-remuneracao-600-vezes-maior-que-funcionario.ghtml>> Acesso em 13 out. 2020.

SCHWAB, Stewart. J.; THOMAS, Randall S. An empirical analysis of CEO employment contracts: what do top executives bargain for? **Washington and Lee Review**, v. 62, n. 1, p. 231-270, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; CHIEN, Alisson Chen Yi. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, dez. 2013.

SMITH, D. Gordon. The shareholder primacy norm. **The Journal of Corporation Law**, v. 23, p. 277-323, 1998.

SOUZA, Paulo Vitor Souza de; CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Simone Silva da Cunha. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 23, p. 4-28, 2017.

STEWART, James. Let's stop rewarding our failed CEOs. **The New York Times**. 1 out. 2011. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2011/10/01/business/lets-stop-rewarding-failed-ceos-common-sense.html>> Acesso em 25 out. 2020.

STIGLITZ, Joseph E. Inequality is a choice. **The New York Times**. 13 out. 2013. Disponível em: <<http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/10/13/inequality-is-a-choice/>> Acesso em 15 out. 2020.

STOUT, Lynn A. Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. **Southern California Law Review**, v. 75, p. 1189-1209, 2002.

STOUT, Lynn A. New thinking on "shareholder primacy". **Accounting, Economics, and Law**, v. 2, n. 2, p. 1-22, 2012.

STOUT, Lynn A. **The shareholder value myth**: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public. San Francisco: Berrett-Koehler, 2012.

THE NEW YORK TIMES. **On McDonald's and morality**. 11 ago. 2020. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2020/08/11/business/dealbook/mcdonalds-ceo-severance.html>> Acesso em 25 out. 2020.

TOSI, Henry L. *et al.* How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. **Journal of Management**, v. 26, n. 2, p. 301-339, 2000.

TURNBULL, Shann. Corporate governance: its scope, concerns and theories. **Corporate Governance: An International Review**, v. 5, n. 4, p. 180-205, out. 1997.

USEEM, Michael. Corporations and the corporate elite. **Annual Review Sociology**, v. 6, p. 41-77, 1980.

WANG, Jia; DEWHIRST, H. Dudley. Boards of directors and stakeholder orientation. **Journal of Business Ethics**, v. 11, p. 115-123, 1992.

WILLIAMS, Cynthia A.; CONLEY, John M. An emerging third way – the erosion of anglo-american shareholder value construct. **Cornell International Law Journal**, v. 38, n. 2, p. 492-551, 2005.

YERMACK, David. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 449-476, jun. 1997.

YUSOF, Nor Zalina Mohamad. Context matters: a critique of agency theory in corporate governance research in emerging countries. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 6, p. 154-158, 2016.

ZHAO, Jing. Entrenchment or incentive? CEO employment contracts and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 22, p. 124-152, 2013.