FERDINANDO CESAR LUNARDI FILHO

A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Doutor Eduardo Secchi Munhoz

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2013

FERDINANDO CESAR LUNARDI FILHO

A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob orientação do Prof. Doutor Eduardo Secchi Munhoz, como requisito para a obtenção do grau de mestre em direito.

Candidato: Ferdinando Cesar Lunardi Filho

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo
São Paulo
2013

Banca Examinadora

Orientador: _____

Professor: _____

Professor: _____

Resumo

Este trabalho examina a disciplina legal da remuneração dos administradores das sociedades anônimas. A análise é feita a partir de três perspectivas: (i) a dos incentivos que as estruturas de remuneração podem gerar ao desempenho dos administradores; (ii) a dos problemas e conflitos que a remuneração pode causar, notadamente entre os acionistas controladores e os não controladores, bem como entre os administradores e os acionistas; e (iii) a das soluções que a remuneração proporciona, sobretudo ao alinhar os interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas. Entre os objetivos esperados estão a contribuição para as discussões teóricas sobre a remuneração dos administradores e o aperfeiçoamento da aplicação da sua disciplina legal. Para tanto, serão de especial importância os comentários sobre a necessidade de aprimoramento das práticas de governança corporativa, em particular (i) a transparência, como mitigador de assimetria informacional e indutor de comportamentos adequados; e (ii) o comitê de remuneração, como elemento agregador de independência e redutor dos conflitos de interesse. Do ponto de vista estrutural, o trabalho divide-se em 6 capítulos. O primeiro contextualiza a importância da discussão teórica sobre o tema à luz de três recentes eventos: (i) a edição da Instrução CVM nº 480, de 2009; (ii) o crescimento do mercado de capitais brasileiro; e (iii) a dispersão da propriedade acionária observada em algumas companhias e a relação entre essa dispersão e a remuneração dos administradores. O segundo capítulo faz uma incursão na discussão sobre a remuneração dos administradores nos Estados Unidos, tratando dos problemas de agência e da remuneração como solução parcial para os referidos problemas ou parte integrante deles. O terceiro capítulo cuida da disciplina da remuneração dos administradores na Lei nº 6.404, de 1976. Os capítulos 4 e 5 tratam de modo específico de duas das modalidades de remuneração historicamente mais importantes nas companhias brasileiras: a participação nos lucros e a remuneração baseada em ações, particularmente as opções de compra de ações. Por fim, o sexto capítulo fecha o trabalho com considerações finais sobre a análise realizada e sobre as reflexões e estudos ainda a serem conduzidos.

Palavras-chave: sociedade anônima; problemas de agência; alinhamento de interesses; remuneração dos administradores; participação nos lucros; opções de compra de ações; governança corporativa; transparência; comitê de remuneração.

Abstract

The aim of this study is to examine the legal framework of executive compensation in Brazilian corporations. The analysis is conducted from three perspectives: (i) the incentives that compensation structures can create towards the enhancement of executives' performance; (ii) the problems and conflicts arising from compensation schemes, particularly between controlling and non-controlling shareholders, as well as between managers and shareholders in general; and (iii) the solutions provided by compensation schemes, especially by aligning the interests of managers with those of the company and its shareholders. Some of its intended objectives are contributing to theoretical discussions about executive compensation and improving the application of its legal framework. For these purposes, comments on the need for improvement of corporate governance practices are noteworthy, particularly when it comes to: (i) disclosure, as a measure capable of mitigating information asymmetry and inducing appropriate behavior; and (ii) the compensation committee, as an element capable of promoting independence and reducing conflicts of interest. In terms of structure, this study is divided into six (6) chapters. The first chapter contextualizes the importance of theoretical discussion on the topic, taking into account three recent events: (i) the issue of CVM Instruction No. 480, of 2009, by the Brazilian Securities and Exchange Commission; (ii) the growth of the Brazilian capital market; and (iii) the ongoing shareholding dispersion noticed in some companies and the relationship between such dispersion and executive pay. The second chapter tours the discussion about executive compensation in the United States, dealing with agency problems and with compensation schemes as either part of such problems or a partial remedy to them. The third chapter addresses the legal framework of executive compensation as established by Law No. 6,404, of 1976. Chapters 4 and 5 encompass two specific compensation schemes among the most historically important ones for Brazilian companies: profit sharing and equity-based compensation, particularly stock options. At last, Chapter 6 concludes this study with final remarks on the analysis conducted herein and on the reflections and studies to be yet carried out.

Keywords: corporation; agency problems; aligning of interests; executive compensation; profit sharing; stock options; corporate governance; disclosure; compensation committee.

Sumário

Lista de abreviaturas e siglas 9

1. INTRODUÇÃO 11

1.1. Sentidos e limites do tema 11

1.2. Plano da exposição e divisão do trabalho 15

2. SOCIEDADE ANÔNIMA, ALINHAMENTO DE INTERESSES E REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES 19

2.1. Panorama da discussão sobre remuneração dos administradores nos Estados Unidos 19

2.2. A sociedade anônima, a tendência natural e permanente ao desalinhamento de interesses e os custos de agência 30

2.3. A remuneração dos administradores e os custos de agência: problema ou solução parcial? 33

2.3.1. Remuneração como solução parcial para os problemas de agência (optimal contract approach) 33

2.3.2. Remuneração dos administradores como parte integrante dos problemas de agência (managerial power approach). 38

2.3.3. A perspectiva conciliatória. 42

2.4. A relação entre dispersão acionária e a remuneração dos administradores: novos desafios 44

2.5. Objetivos concretos e composição da remuneração 49

3. A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS NA LEI Nº 6.404, DE 1976 51

3.1. Conceito de remuneração dos administradores 51

3.2. Evolução histórica da disciplina da remuneração dos administradores. 55

3.2.1. Interesse social. 55

3.2.2. Remuneração dos administradores. 59

3.3. Tipos de remuneração dos administradores na Lei nº 6.404, de 1976 68

3.3.1. Critério forma 68

3.3.2. Critério valor 70

3.4. Art. 152, *caput*, da Lei nº 6.404, de 1976: fixação da remuneração dos administradores 70

3.4.1. Competência para fixação da remuneração 71
3.4.2. Procedimento para fixação da remuneração 77
3.4.3. Benefícios de qualquer natureza e verbas de representação. 78
3.4.4. Critérios e parâmetros para a fixação da remuneração 81
3.4.5. Conflito de interesses. 89
3.5. Comitê de remuneração 93
3.6. Acumulação de remunerações 101
3.7. Renúncia ao cargo ou destituição do administrador 102
3.8. Benefícios pós-emprego e motivados pela cessação do exercício do cargo (*golden parachutes*) 105
3.9. Art. 157, §1º, d, da Lei nº 6.404, de 1976: revelação das condições dos contratos de trabalho à assembleia geral 114
3.10. Remuneração dos membros do conselho fiscal. 115
3.11. Não pagamento pela companhia da remuneração fixada em assembleia 117
3.12. Remuneração dos administradores nos grupos societários 118
3.13. A Instrução CVM nº 480, de 2009 125
4. PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS 139
4.1. Conceito e natureza da participação nos lucros 139
4.2. Participação nos lucros e a percepção de risco pelos administradores 142
4.3. Participação nos lucros e lógica econômica 144
*4.3.1. O efeito carona (*free rider problem*)* 147
4.4. O art. 152, §§ 1º e 2º da Lei nº 6.404, de 1976 149
4.5. Limitações para as participações nos lucros 153
4.6. Participação estatutária e/ou extraestatutária 156
4.6.1. Escola liberal. 158
4.6.2. Escola protetiva 165
4.6.3. Finalidades e consequências da discussão. 171
4.7. Art. 189 e art. 190 da Lei nº 6.404, de 1976: base para o cálculo da participação 173
4.8. Pagamento da participação nos lucros aos administradores: necessidade de prévia distribuição de dividendos e existência de lucros 177
4.9. Os parágrafos do art. 201 da Lei nº 6.404, de 1976: a responsabilidade dos administradores 182
4.10. Participação com base em lucros intermediários 185
4.11. Renúncia ou destituição do administrador e participação nos lucros. 192

4.12. Art. 294, §2º da Lei nº 6.404, de 1976: companhias com até 20 acionistas 193
4.13. Art. 274 da Lei 6.404, de 1976: participação nos lucros e grupos societários..... 194
4.14. A Instrução CVM nº 480, de 2009..... 197
5. REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES BASEADA EM AÇÕES... 200
5.1. Conceito, natureza e objetivo das opções de compra de ações..... 202
5.2. Funcionamento das opções de compra de ações..... 205
5.2.1. Requisitos para implementação. Art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976.. 206
5.2.2. Formas pelas quais a companhia compõe o conjunto de ações a serem atribuídas aos administradores: aumento de capital ou recompra de ações 207
5.2.3. Exclusão do direito de preferência: art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976 209
5.2.4. Prazo de carência (vesting period). 210
5.2.5. Exercício e preço de exercício das opções 212
5.3. A questão terminológica: "opção de compra de ações" vs. "opção de subscrição de ações" 218
5.4. Diferenças entre opção de compra de ações e bônus de subscrição 219
5.5. Cessibilidade vs. caráter *intuitu personae* das opções. 222
5.6. Planos de ações restritas (*restricted stock/shares*). 224
5.7. *Phantom stock options*. 228
5.8. A Resolução CMN nº 3.921, de 2010..... 230
5.9. As opções de compra e os grupos societários. 235
5.10. As opções de compra de ações e eventuais comportamentos oportunísticos 239
5.11. Instrução CVM nº 480, de 2009..... 245
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS 252
BIBLIOGRAFIA. 256

Lista de abreviaturas e siglas

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
Ag. Reg.	Agravo Regimental
CAA	*Creative Artists Agency*
CEO	*Chief Executive Officer*
CFO	*Chief Financial Officer*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
FSB	*Financial Stability Board*
IBEF	Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRACON	Instituto Brasileiro de Contabilidade
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
MC	Medida Cautelar
NADC	*National Association of Corporate Directors*
NASDAQ	*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*
NBER	*National Bureau of Economic Research*
NYSE	*New York Stock Exchange*
PFE	Procuradoria Federal Especializada da CVM
PIB	Produto Interno Bruto
RDM	Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro
REsp.	Recurso Especial
Rel.	Relator
RT	Revista dos Tribunais
SDM	Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM
SEC	*Securities and Exchange Commission*
SEP	Superintendência de Relações com Empresas da CVM
SL	Suspensão de Liminar
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TAMG	Tribunal de Alçada de Minas Gerais
TJPR	Tribunal de Justiça do Estado do Paraná

TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJSC	Tribunal de Justiça do Estado de Santa Catarina
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo
TRF2	Tribunal Regional Federal da 2ª Região

***

1. INTRODUÇÃO

1.1. Sentidos e limites do tema

A remuneração dos administradores das sociedades anônimas é um tema muito caro ao direito societário. Compreender bem os incentivos que a remuneração pode gerar aos administradores, enquanto depositários da confiança dos acionistas e sujeitos aos seus deveres fiduciários, é essencial. Tais incentivos geram sérias repercussões na esfera de interesses da sociedade, seus acionistas e seus administradores, o que pode impactar positiva ou negativamente a relação entre esses agentes. Não estranha, então, que, há muito tempo, a doutrina cuide do assunto como um tema de fundamental importância.[1]

Nos últimos anos, porém, a remuneração dos administradores tem assumido papel ainda mais central por, pelo menos, três razões: (i) a edição, pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), da Instrução CVM nº 480, de 2009, que passou a exigir a divulgação de informações sobre a remuneração dos administradores de companhias abertas; (ii) o crescimento vivenciado pelo mercado de capitais brasileiro, especialmente na última década; e (iii) o aumento da dispersão acionária de algumas companhias brasileiras, gerando impactos na estrutura de remuneração dos administradores dessas companhias.

Em primeiro lugar, o ambiente regulatório sofreu uma modificação importante com a edição da Instrução CVM nº 480, de 2009. O referido documento representou uma mudança de paradigma em relação às exigências de transparência até então impostas pelo órgão regulador às companhias abertas. De um lado, nunca antes as companhias tiveram que divulgar informações com tanta clareza e transparência. De outro, por conseguinte, os investidores e profissionais do mercado de capitais nunca tiveram acesso a tamanha disponibilidade de dados relativos às companhias.

[1] Cf. J. X. CARVALHO DE MENDONÇA, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 4, 6ª Ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1959, p. 48; T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, v. 2, Rio de Janeiro, Forense, 1941, p. 20; G. PIRES, *Manual das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1942, pp. 253/254; R. C. GUIMARÃES, *Sociedade por Ações*, v. 2, Rio de Janeiro, 1960, pp. 183/188; e W. FERREIRA, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, in *Revista de Direito Mercantil*, v. II, 1952, pp. 528/553.

Especificamente quanto à remuneração dos administradores das companhias abertas, a Instrução CVM nº 480, de 2009, estabelece uma rígida política de divulgação de informações. Há, no referido documento, uma seção específica inteiramente dedicada à remuneração dos administradores. Essas novas exigências de *disclosure* geram efeitos importantes tanto na esfera de interesse dos investidores quanto na da companhia.

Do ponto de vista dos investidores, a disponibilidade dessas informações possibilita identificar com clareza os custos incorridos pela companhia com sua administração. Ademais, a divulgação de tais informações permite aos investidores não apenas saber o montante global gasto com a gestão da companhia, mas também as estruturas e métricas utilizadas, o regime de incentivos a que estão sujeitos os administradores e como os interesses podem ser alinhados.

Do ponto de vista da companhia, espera-se que a obrigação de divulgar as políticas de remuneração tenha o efeito indutor de cumprimento de suas obrigações legais, de adoção pelas companhias das melhores práticas de governança corporativa e das políticas de remuneração dos administradores que sejam adequadas e que efetivamente alinhem os interesses dos acionistas aos da administração.

Em segundo lugar, na última década, o mercado de capitais brasileiro vivenciou um crescimento extraordinário. De acordo com informações da CVM, ao final de 2012, já havia 640 companhias registradas na CVM e 364 listadas na Bolsa de Valores. Ainda de acordo com tais informações, em 2002, o volume de recursos captados via oferta de valores mobiliários somava o montante de R$25.458.000,00, dos quais R$6.667.000,00 representavam o volume de recursos captados via oferta de ações. Em 2012, esses números montavam R$141.862.000,00, e R$11.381.000,00, respectivamente. Por fim, o valor de mercado das companhias, que em 2002 era R$438.000.000,00, em 2012 saltou para R$2.415.318.000,00, ou seja, foi multiplicado por 5 vezes.

Essa evolução do mercado tem impactos muito claros na discussão da remuneração dos administradores de companhias. O maior número de investidores que passam a alocar parcelas de seus patrimônios em ações de companhias abertas, o aumento do número de companhias que passam a acessar o mercado de capitais como uma via eficiente de

financiar o incremento de seus projetos, e o consequente aumento do volume de recursos movimentados no mercado apontam para uma maior preocupação com os custos incorridos pelas companhias, e, sobretudo, com a remuneração dos gestores desses empreendimentos. Mas duas vertentes desse crescimento são especialmente importantes.

A primeira consiste no recente desenvolvimento do mercado de *private equity* e *venture capital*. A indústria latino americana de *private equity* tem se tornado mais representativa, especialmente a brasileira. Em 2011, fundos de *private equity* captaram um total de US$10.13 bilhões para investir em empreendimentos na América Latina. O Brasil foi o líder da região, recebendo cerca de US$8.1 bilhões, valor que representou 80% do total destinado a investimentos na América Latina nesse período. Os investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil já representam 0,27% do seu PIB.[2]

O crescimento da indústria de *private equity* e *venture capital* tem muitas externalidades positivas. Fundos de *private equity* procuram gerar valor por meio da profissionalização da gestão e da adoção das melhores práticas de governança corporativa. Um dos principais impactos do crescimento da indústria de *private equity*, dessa forma, é a apresentação ao mercado de companhias com gestões profissionalizadas e com práticas diferenciadas de governança e, portanto, preocupadas com os custos incorridos e com a remuneração de seus administradores. A presença de fundos de *private equity* e outros investidores institucionais no quadro societário das companhias tende a aumentar o monitoramento sobre as atividades da administração e reduzir a influência dos administradores sobre a definição da sua própria remuneração.[3]

A segunda vertente do crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro reside nas recentes iniciativas público-privadas para fomentar o acesso ao mercado de

[2] Fonte: Latin America Private Equity & Venture Capital Association – LAVCA, disponível em www.lavca.org. Para maiores detalhes a respeito do atual estágio de desenvolvimento da indústria brasileira de *private equity*, cf. AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI, *A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*, março de 2011, disponível em www.abdi.com.br.

[3] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, 2003, disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=364220, p. 7; e P. DAVID, R. KOCHHAR, E. LEVITAS, *The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation*, in *The Academy of Management Journal*, v. 41, 1998, pp. 200/208.

capitais por pequenas e médias empresas.[4] De um lado, vêm sendo estudadas práticas de mercado, tais como o alinhamento de interesses, com o objetivo de reduzir a percepção de risco dos investidores; o desenvolvimento de uma rede de intermediação que alcança investidores; a disseminação de uma cultura de investimento e de risco, entre outras.

De outro, vêm sendo analisadas medidas que poderiam ser adotadas pelo governo brasileiro para estimular o desenvolvimento de tal mercado, tais como a criação de incentivos tributários a investidores que invistam nessas empresas; a criação de veículos de investimento específicos para esse mercado; normas específicas para facilitar o acesso ao mercado de capitais, inclusive de transparência; e auxílio financeiro às empresas para cobrir os custos associados à listagem.

Espera-se que em um futuro não muito distante existam novas companhias se beneficiando da captação de recursos via mercado de capitais.[5] Essas companhias estarão obrigadas a lidar com questões de transparência, governança corporativa e relações com investidores afeitas a sociedades anônimas abertas. As políticas de remuneração dos administradores dessas companhias, por exemplo, estarão sujeitas a um nível diferenciado de *disclosure*, que demonstre como tais práticas alinham todos os interesses em jogo, considerando, especialmente, os interesses dos novos acionistas.

Por fim, a terceira razão consiste na dispersão acionária observada em algumas companhias brasileiras nos últimos anos. O crescimento do mercado de capitais brasileiro na última década foi acompanhado por uma mudança na própria estrutura de propriedade de algumas companhias abertas. Nos últimos anos, presenciou-se o aparecimento de companhias sem controlador definido. Existe uma tendência de intensificação desse processo, e pode ser que o número de companhias com capital pulverizado aumente nos

[4] A esse respeito, v. documento denominado "Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações", disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Apresentacao-Mercado-Capitais.pdf. O documento contém uma descrição dos trabalhos realizados por um comitê técnico composto por membros oriundos dos setores público e privado, bem como um diagnóstico dos problemas que deverão ser enfrentados no desenvolvimento do mercado de capitais para pequenas e médias empresas no Brasil nos próximos anos.

[5] Para um aprofundamento dos efeitos positivos da captação de recursos via mercado de capitais, cf. O. G. BULHÕES, *Considerações sobre o Financiamento das Empresas*, in *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 2, 1976, p. 503.

próximos anos, tal como se observa em mercados mais desenvolvidos, como o dos Estados Unidos.

A dispersão acionária tem vários efeitos positivos, dos quais o principal talvez seja conferir maior liquidez para as ações. Mas ela também distancia os investidores dos centros decisórios da companhia, reduzindo sua capacidade de monitoramento e mesmo os incentivos para que cada investidor fiscalize as atividades dos administradores.

Em um cenário como esse, a remuneração dos administradores se torna um mecanismo bastante propício para abusos. A assimetria de informação entre acionistas e administradores, somada à dificuldade de monitoramento das atividades dos administradores e à ausência de incentivos individuais para a fiscalização, podem representar um terreno fértil para a adoção de comportamentos oportunistas dos administradores, consistentes, por exemplo, na elevação injustificada de sua remuneração.

Recentes estudos empíricos sobre dados das companhias brasileiras demonstram a existência de uma associação direta entre a dispersão da propriedade acionária e o aumento da remuneração dos administradores das companhias abertas.[6] Se a tendência de aumento da dispersão acionária efetivamente se concretizar, esse será mais um fator que fará da fiscalização da remuneração dos administradores um desafio importante a ser enfrentado pelos investidores brasileiros nos próximos anos.

1.2. Plano da exposição e divisão do trabalho

O estudo encontra-se dividido em seis capítulos: (i) introdução; (ii) sociedade anônima, alinhamento de interesses e remuneração dos administradores; (iii) remuneração dos administradores das sociedades anônimas na Lei nº 6.404, de 1976; (iv) participação nos lucros; (v) remuneração dos administradores baseada em ações; e (vi) considerações finais.

[6] Cf. M. B. PINTO, *Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras*, Dissertação de Mestrado apresentada na Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2011.

Neste capítulo 1, procurou-se apresentar o tema, seus sentidos e limites. Procurou-se, ainda, destacar que, não obstante a sempre existente preocupação com o estudo da remuneração dos administradores, três razões atuais intensificam a importância da análise sobre os incentivos outorgados aos administradores das companhias: (i) a recente edição da Instrução CVM nº 480, de 2009, que instaurou novos padrões de transparência para as companhias abertas, notadamente sobre informações relativas à remuneração de seus administradores; (ii) o crescimento do mercado de capitais brasileiro na última década; e (iii) a transformação da estrutura de propriedade de algumas companhias brasileiras, que têm presenciado uma crescente dispersão da propriedade acionária.

O capítulo 2 apresenta um panorama da discussão sobre o tema nos Estados Unidos, país exportador de modelos e estruturas de remuneração dos administradores. Para tanto, o capítulo faz uma incursão na recente evolução da disciplina legal e regulamentar da remuneração dos administradores naquele país, com o intuito de extrair contribuições para o aprimoramento das discussões teóricas e práticas sobre o assunto no Brasil. O capítulo incursiona também na discussão teórica dos possíveis problemas e custos oriundos da delegação da administração da companhia e da segregação entre a propriedade acionária e o controle societário, os chamados custos de agência. Particularmente, serão analisados os diferentes enfoques que a literatura teórica, sobretudo a americana, tem conferido à remuneração dos administradores: solução para os problemas de agência ou parte integrante deles. Apresenta-se, ainda, um ponto de vista conciliatório desses dois enfoques. Seguindo a tendência de aumento da dispersão acionária no Brasil, serão analisadas, na sequência, as associações entre a dispersão da propriedade acionária e a remuneração dos administradores, à luz de recentes estudos empíricos sobre o assunto realizados com dados de companhias brasileiras.

O capítulo 3 analisará a legislação e regulamentação societárias referentes à remuneração dos administradores no Brasil. O capítulo procura discutir o conceito de remuneração utilizado na Lei nº 6.404, de 1976, bem como sua natureza, alicerces sobre os quais se estruturará o trabalho subsequente. Esse capítulo cuida, ainda, do contexto histórico em que se inserem, ao longo do tempo, os dispositivos legais referentes à remuneração dos administradores e de como esse contexto se relaciona com a evolução da concepção de "interesse social". Analisa-se de modo mais concreto o *caput* do art. 152 da

Lei nº 6.404, de 1976, os tipos de remuneração, a competência, o procedimento e os parâmetros para fixá-la, bem como questões práticas como a acumulação de remunerações, a renúncia ou destituição do administrador de seu cargo, a remuneração dos membros do conselho fiscal e a remuneração dos administradores nos grupos societários. Também são analisados nesse capítulo o comitê de remuneração e o seu funcionamento, e os eventuais benefícios outorgados ao administrador em virtude de seu desligamento (*golden parachutes*). Por fim, o capítulo objetiva analisar os dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 2009, referentes à remuneração dos administradores, discutindo aspectos como exigência de transparência imposta pela referida norma.

A participação nos lucros e a remuneração baseada em ações também integram a remuneração dos administradores. Entretanto, em vista de sua importância para as companhias brasileiras, bem como da existência de dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, que tratam especificamente dessas modalidades remuneratórias, a participação nos lucros e a remuneração baseada em ações serão tratadas em capítulos autônomos.

No capítulo 4, será analisado o instituto da participação nos lucros. Serão objeto de estudo o conceito e a natureza da participação nos lucros. Sob uma perspectiva jurídico-econômica, o capítulo procura discutir a percepção de risco pelos administradores e o *free rider problem*, presentes quando se adota uma estrutura remuneratória baseada no compartilhamento dos resultados. De maneira mais concreta, serão analisados os seguintes dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976: (i) o art.152, §§ 1º e 2º, os limites impostos à participação nos lucros, os diferentes entendimentos teóricos sobre tais limites e sobre a existência de participações estatutárias e extra estatutárias; (ii) o art. 189 e o art. 190, e a base para cálculo da participação nos lucros; e (iii) o art. 201, e a responsabilidade dos administradores. Em seguida, discutem-se questões práticas como a participação com base em lucros intermediários; destituição de administrador e participação nos lucros; o regime diferenciado das companhias com até vinte acionistas (art. 294, da Lei nº 6.404, de 1976); e a participação nos lucros nos grupos societários. Por fim, o capítulo analisa e discute os dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 2009, aplicáveis à participação nos lucros.

O capítulo 5 cuidará da remuneração dos administradores baseada em ações, particularmente da opção de compra de ações. À luz do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de

1976, serão analisados o conceito, o funcionamento e os requisitos para a implementação de planos de opções de compra de ações. O capítulo tratará também dos meios que a companhias geralmente utilizam para compor o conjunto de ações com as quais remunerarão os administradores mediante a outorga de opções de compra, bem como da exclusão do direito de preferência, nos termos do art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976. Serão analisadas, ainda, outras modalidades de remuneração baseada em ações, como os planos de ações restritas e as *phantom stock options*. O capítulo discute aspectos recente Resolução CMN nº 3.921, de 2010, que trata da remuneração dos administradores de instituições financeiras. Ao final, o capítulo se dedica a discutir eventuais comportamentos oportunísticos dos administradores relacionados à remuneração baseada em ações e os itens da Instrução CVM nº 480, de 2009, aplicáveis a esse tipo de remuneração.

Finalmente, o capítulo 6 consubstancia as considerações finais da dissertação. Nele serão retomadas as principais ideias desenvolvidas ao longo do estudo e sintetizadas as conclusões obtidas, destacando-se também as reflexões e os estudos ainda por serem realizados para o aprimoramento das discussões teóricas e práticas sobre a remuneração dos administradores das sociedades anônimas.

***

2. SOCIEDADE ANÔNIMA, ALINHAMENTO DE INTERESSES E REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

Seguramente, em nenhum país o debate sobre a remuneração dos administradores das sociedades anônimas e os problemas dela decorrentes existe há tanto tempo e evoluiu tanto quanto nos Estados Unidos. Essas características transformam o país em verdadeiro exportador de modelos de remuneração de administradores.

Pelo menos quatro fatores acarretariam um fenômeno de "americanização" dos modelos de remuneração, a saber: (i) o potencial crescimento do número de companhias com propriedade acionária dispersa, aproximando a estrutura de capital de tais companhias daquela geralmente observada no mercado americano; (ii) a internacionalização do mercado de trabalho dos executivos, ensejando equiparação aos altos níveis da remuneração nos Estados Unidos; (iii) o crescente mercado internacional de disputa pelo controle acionário das companhias; e (iv) o significativo aumento do número de companhias que atuam de forma multinacional.[7]

A esse conjunto de elementos, soma-se a persistente criação de modelos inovadores de remuneração, capazes de se adaptar à realidade econômica do país, povoada por companhias de capital disperso e pelos conflitos oriundos desse modelo de propriedade acionária. Esse ambiente se provou uma fonte inesgotável de trabalhos acadêmicos sobre a remuneração dos administradores, transformando o panorama da discussão teórica e prática nos Estados Unidos em vanguarda indisputável no assunto e passagem obrigatória para situar e iniciar a discussão do tema.

2.1. Panorama da discussão sobre remuneração dos administradores nos Estados Unidos

A literatura teórica enumera três razões que teriam ensejado o crescimento da importância da discussão sobre remuneração dos administradores nos Estados Unidos nos últimos vinte anos: (i) o vertiginoso aumento na remuneração dos administradores das

[7] Cf. B. R. CHEFFINS, R. S. THOMAS, *Regulation and the globalization (Americanization) of executive pay*, 2001, disponível em www.ssrn.com/abstract_id=321423, pp. 6/10.

companhias americanas desde a década de 1990; (ii) as manifestações populares contra os excessos presenciados em algumas companhias americanas durante os anos 1980; e (iii) as condições de mercado durante a década de 1990 que possibilitaram aos administradores exercer suas opções em condições extremamente favoráveis.[8]

Mas a remuneração dos administradores vem sendo discutida nos Estados Unidos há muito mais tempo. As primeiras exigências de transparência da remuneração dos administradores das companhias americanas não surgiram a partir de reclamações dos acionistas, como se poderia supor. Tais imposições integraram o conjunto de medidas implementadas por Franklin D. Roosevelt, a partir de 1933, ao assumir a presidência após um período de grande recessão econômica (*New Deal*) e eram fruto do descontentamento de alguns agentes do cenário político com os aparentes excessos nas remunerações dos administradores das companhias.

Com efeito, em 1932, a *Interstate Commerce Commission*, agência então responsável pela regulação e fiscalização do setor ferroviário americano, havia exigido que as companhias ferroviárias divulgassem a remuneração dos administradores que ultrapassassem a cifra de US$10 mil por ano. Diante das remunerações supostamente excessivas, o Senado americano autorizou o *Federal Coordinator of Transportation* a estabelecer um limite máximo de US$ 60 mil por ano de remuneração para os presidentes das companhias ferroviárias. A exigência de transparência foi, em seguida, adotada por outras autoridades reguladoras. A *Federal Trade Commission*, por exemplo, passou a exigir a divulgação das remunerações dos administradores de todas as companhias cujos ativos superassem o valor de US$1 milhão.[9]

Em 1934, foi editado o *Securities Act*, por força do qual o governo americano instituiu a *Securities and Exchange Commission* ("SEC"). Nesse mesmo ano, a SEC regulamentou a obrigatoriedade de todas as companhias divulgarem a remuneração total, incluindo salário, bônus e opções de compra, dos três administradores com a maior remuneração.

---

[8] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* 1998, disponível em http://ssrn.com/abstract=163914, p. 1.

[9] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, 2011, disponível em http://ssrn.com/abstract=1916358, p. 3.

Interessante notar que essa iniciativa da SEC não foi bem recebida por todas as companhias americanas. Algumas delas, como, por exemplo, a *United States Steel Corporation*, requereram que fosse conferido tratamento confidencial à informação relativa à remuneração dos administradores. Segundo a companhia, a divulgação dessas informações ao público causaria transtornos nas relações organizacionais internas em prejuízo dos interesses da coletividade dos seus acionistas.[10]

Não obstante os questionamentos das entidades reguladas, o fato é que a SEC manteve, desde então, a tendência de exigir cada vez mais transparência da remuneração dos administradores das companhias americanas. E, de um ponto de vista histórico, é possível notar que essa marcha de incremento das normas de transparência foi sempre orientada por algum evento de proporções expressivas.

É possível dividir a história recente desse movimento em quatro partes. Essas partes se relacionam a quatro normas que representavam respostas legais ou regulatórias a eventuais abusos cometidos pelos administradores ou a crises deflagradas no sistema econômico e financeiro, como ocorreu (i) em 1978, com exigências para divulgação de vantagens indiretas auferidas pelos administradores; (ii) em 1993, com exigências de transparência relativas às opções de compra; (iii) em 2006, com novas exigências de divulgação, dessa vez em decorrência de escândalos contábeis; e (iv) em 2010, com a recessão econômica e o abalo de confiabilidade no mercado.

Ao longo da década de 1970, a remuneração dos administradores das companhias americanas era composta basicamente por uma remuneração base e por um bônus de performance. Como sua remuneração não estava atrelada às ações, os administradores tinham poucos incentivos para gerar a maximização do valor das ações. As opções de compra, que tinham sido populares durante os anos 1960, haviam caído em relativo desuso em função de uma depressão temporária vivida pelo mercado de capitais americano nessa época. Diante dessa depressão, algumas companhias tiveram que reprecificar as opções

[10] Cf. "U.S. Steel Guards Data on Salaries: Sends details confidentially to SEC head with request that they be kept secret. The United States Steel Corporation, in its registration statement to the Securities and Exchange Commission, has declined to disclose individual compensation and stockholdings of officers and directors on the ground that such publication 'would be conducive to disturbing the morale of the organization and detrimental to the best interests of the registrant and its stockholders'", The New York Times, 6 de junho, 1935.

anteriormente outorgadas, reduzindo o preço de exercício para que ele se tornasse atrativo aos executivos diante da queda generalizada dos preços das ações, enquanto outras efetivamente cancelaram os seus planos de opções. A remuneração dos administradores estava, portanto, mais diretamente relacionada com o tamanho da companhia e os lucros por ela auferidos do que com a maximização do valor das ações de sua emissão.[11]

Em vista do desuso das opções, as companhias tiveram que recorrer a estruturas alternativas para remunerar e incentivar os administradores. Além dos bônus de performance, tornaram-se muito comuns nessa época os benefícios e vantagens indiretas atribuídos aos administradores, tais como empréstimos com juros reduzidos, carros de luxo, jatos corporativos, títulos de clubes esportivos elitizados, entre outros. A década de 1970 é marcada por inúmeros abusos por parte dos administradores no que diz respeito às vantagens indiretas.[12]

Esses abusos atraíram uma resposta da SEC. Em 1978, a SEC esclareceu às companhias quais vantagens indiretas deveriam integrar a remuneração para fins de transparência e regulamentou a obrigação de as companhias divulgarem todas as vantagens indiretas que integrassem a remuneração dos administradores. Ademais, a SEC ampliou a obrigação de divulgação da remuneração individual dos administradores. Agora deveriam ser divulgadas as remunerações dos 5 administradores mais bem pagos da companhia.[13]

A década de 1980 presenciou um número elevado de tomadas hostis de controle de companhias por parte de grandes investidores institucionais, algumas delas ocorridas mediante a emissão de instrumentos de dívida (*leveraged buyouts*).[14] Depois de terem convivido com uma realidade de dispersão acionária e acionistas ausentes e passivos, os

---

[11] Cf. JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, 2004, disponível em http://ssrn.com/abstract=561305, pp. 26/27.

[12] Cf. M. J. CONYON et. al., *The executive compensation controversy: a transatlantic analysis*, 2011, disponível em http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=ics, pp. 12 e ss.

[13] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), pp. 4/5. O autor esclarece ainda que a proposta inicial da SEC era de exigir a divulgação da remuneração individual dos 10 administradores mais bem pagos, mas a regra final foi alterada para exigir apenas dos 5 administradores mais bem pagos da companhia.

[14] Para um relato mais detalhado desse movimento cf. B. BURROUGH, J. HELYAR, *Barbarians at the Gate: the fall of RJR Nabisco*, New York, Collins Business Essentials, 2005. Em diversas passagens, o livro também relata os abusos cometidos pelos administradores em relação à remuneração indireta.

administradores de algumas companhias passaram a enfrentar um regime fiscalizatório diferenciado com a presença de grandes investidores institucionais preocupados com a adoção de sistemas de governança corporativa que pudessem induzir a criação de valor. Esses acionistas ativistas, juntamente com grande parcela dos estudiosos dos problemas de agência existentes entre acionistas e administradores, passaram a exigir uma vinculação mais direta entre a remuneração dos administradores e a maximização do valor das ações, objetivo que poderia ser atingido mediante a remuneração baseada em ações.[15]

Durante esse decênio, observa-se uma série de manifestações públicas contrárias às remunerações supostamente exageradas atribuídas aos administradores das companhias. Tais manifestações se relacionavam mais às estruturas em que se sustentavam os incentivos do que aos montantes pagos propriamente ditos. As remunerações estavam sendo questionadas especialmente por não estarem explicitamente vinculadas aumento de performance dos administradores e à maximização do valor das ações de emissão das companhias. Esse foi um dos fatores que geraram a popularização das opções de compra durante a referida década. Depois da metade da década, a remuneração em dinheiro passou a representar uma parcela menor da remuneração total dos administradores.[16]

Vê-se que a remuneração dos administradores sempre recebeu muita atenção por parte dos investidores e, portanto, da imprensa americana.[17] Mas, a partir da década de 1990, a controvérsia se acentuou de uma maneira que não encontra precedentes na história. Diversos registros demonstram que, a partir de 1991, os noticiários passaram a conferir especial atenção às remunerações recebidas pelos administradores das companhias americanas.[18]

---

[15] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 27/28.

[16] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 22; e M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *CEO Incentives – It´s not how much you pay, but how*, in *Harvard Business Review*, may/jun., 1990, pp. 137/153.

[17] Apenas a título ilustrativo, vale destacar que a Revista *Forbes* publica uma lista com as remunerações individuais pagas aos CEOs das maiores companhias americanas desde 1971.

[18] K. J. MURPHY salienta que a discussão ganhou a mídia após uma viagem do então Presidente George H. W. Bush ao Japão, em que foi acompanhado de grandes empresários americanos. Segundo o autor, o que era para ser uma reunião diplomática com pedidos de concessões comerciais acabou se transformando em um conjunto de acusações de que os empresários americanos recebiam remunerações excessivamente altas, impedindo a competitividade entre os mercados. A partir da referida reunião, a discussão passou a constar rotineiramente dos periódicos, transformando-se, inclusive, em tema de campanha presidencial, vale notar: "Politics and policy – Campaign '92: From Quayle to Clinton, politicians are pouncing on the hot issue of top

Os relatos históricos registram ainda que na década de 1990, de um lado, havia taxas de desemprego historicamente altas. De outro lado, diante da recuperação do mercado de capitais, os administradores tiveram a oportunidade de exercer opções de compra de ações em condições extremamente favoráveis, auferindo ganhos expressivos. As discussões giravam em torno dos altos valores recebidos pelos administradores e, especialmente, das disparidades entre tais valores e os pagamentos destinados aos demais funcionários das companhias americanas.[19]

Os questionamentos existentes na década de 1990 deram origem ao *Corporate Pay Responsibilty Act*, apresentado ao Senado americano com o objetivo de garantir que os acionistas tivessem direitos mais amplos de apreciação de questões relacionadas à remuneração dos administradores, sobretudo o CEO. A SEC antecipou-se à edição de um ato formal pelo governo, ao exigir que as companhias inserissem nos pedidos de procuração apresentados aos acionistas (*proxy statements*) itens referentes à remuneração dos administradores, bem como ao anunciar a mudança das regras sobre transparência da remuneração dos administradores. As novas regras da SEC exigiam a divulgação de planilhas contendo a descrição dos componentes da remuneração do CEO e dos demais membros da administração. Planilhas adicionais também deveriam ser divulgadas com informações sobre as opções outorgadas, opções tituladas, opções exercidas, com um nível de detalhamento muito maior do que o observado até então.[20]

Em seguida, em 1993, o governo americano editou o *Omnibus Budget Reconciliation Act*, que definia como "não razoáveis", e, portanto não dedutíveis como despesas ordinárias para fins de imposto de renda, os montantes de remuneração não atrelada à performance que superassem o valor de US$1 milhão.[21]

---

executive's hefty salaries", Wall Street Journal, 15 de janeiro de 1992; "SEC to push for data on pay of executives", Wall Street Journal, 21 de janeiro de 1992; "Shareholder groups cheer SEC's moves on disclosure of executive compensation", Wall Street Journal, 14 de fevereiro de 1992; "Executive Pay – A special report", Wall Street Journal, 22 de abril de 1992; "The shareholders strike back: executive pay", Time, 5 de maio de 1992, cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 50.

[19] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 5.

[20] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 6.

[21] Cf. "Experts See Tax Curbs on Executives' Pay as More Political Than Fiscal. The effects of President Clinton's plan to limit corporate tax deductions for paying seven-figure salaries would probably be more

A medida do governo parece, contudo, ter surtido um efeito não desejado, já que as remunerações continuaram a aumentar. Algumas companhias elevaram a remuneração paga em dinheiro para o limite legal, isto é, US$1 milhão, e acrescentaram valores vinculados à performance, e, portanto, compatíveis com a regra de dedução imposta. Como as opções de compra de ações eram entendidas como remuneração atrelada à performance, nesse período observou-se um aumento significativo da remuneração baseada em opções de compra, tendência que se estendeu e se intensificou durante os anos 2000.[22]

As exigências de transparência foram significativamente acentuadas em 2006, após a ocorrência de abusos relativos: (i) à remuneração indireta percebida pelos administradores; e (ii) a benefícios pós emprego e remunerações em caso de perda do cargo decorrente de alteração do controle ou destituição (*golden parachutes*). Em razão desses abusos, a SEC expandiu a obrigatoriedade de divulgação dos benefícios indiretos, de benefícios pós-emprego. As companhias passaram a estar obrigadas a divulgar qualquer vantagem indireta que ultrapassasse a cifra de US$10 mil, bem como planilhas com os benefícios outorgados aos administradores em razão da perda do cargo decorrente de alteração do controle da companhia, destituição (com ou sem justa causa) ou renúncia.[23]

---

political than economic, some experts on executive compensation said yesterday." The New York Times, 12 de fevereiro de 1993.

[22] Em 1992, do total da remuneração dos CEOs das companhias que compunham o S&P 500, 38% eram representados por remuneração paga em dinheiro, enquanto 24% eram representados por opções. Em 2000, esses percentuais passaram para 17% e 49% e em 2002 para 17% e 47%, respectivamente. Em números absolutos, a mudança também foi bastante expressiva: ao longo da década compreendida entre 1992 e 2002, as opções outorgadas pelas companhias que compunham o S&P 500 cresceram de US$22 milhões por companhia para US$238 milhões por companhia em 2000, caindo para US$141 milhões em 2002, cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 29/34.

[23] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), pp. 6/7. Como exemplos dos referidos abusos, podem ser mencionados: (i) a General Eletric, cujo CEO, Jack Welch, recebia muito mais benefícios indiretos do que aqueles divulgados pela companhia, incluindo um apartamento luxuoso em Manhattan, *limousine* com motorista e acesso à aeronave da companhia; (ii) a Tyson Foods, que deixou de divulgar benefícios indiretos auferidos pelo seu CEO, que somavam o montante de US$1 milhão; (iii) a New York Stock Exchange ("NYSE"), cujo CEO recebeu benefícios pós emprego de cerca de US$ 140 milhões; (iv) a Pfeizer, cujo CEO, Henry McKinnell, recebeu um benefício de US$190 milhões antes de deixar a companhia, em julho de 2006; (v) o Sovereign Bank, cujo CEO, Jay Sidhu, recebeu um benefício de US$44 milhões, antes de deixar a companhia, em outubro de 2006; (vi) o CEO da Viacom, Tom Freston, com benefício de US$85 milhões, em setembro de 2005; e (vii) Carly Fiorina da Hewlett-Packard, com benefício de US$21 milhões, em fevereiro de 2005.

Fatores de duas ordens ainda contribuíram para o recrudescimento das obrigações de transparência impostas pela SEC nesses anos. Em primeiro lugar, foi verificada no âmbito de algumas companhias uma fraude contábil que ficou conhecida por prática de "pós datação" de opções de compra (*backdating*). Por meio dessa prática, os administradores falsificavam contratos de opção para que a data de outorga das opções fosse anterior àquela em que elas haviam sido efetivamente conferidas aos administradores, de modo que o preço de exercício fosse mais baixo e, portanto, mais benéfico para os administradores.[24]

Em segundo lugar, a efetiva independência dos consultores "independentes" de remuneração contratados pela companhia passou a ser amplamente questionada. De acordo com os questionamentos apresentados pelos investidores e pela mídia, os consultores independentes sofriam influência direta dos administradores e seu trabalho se prestava mais a justificar a remuneração existente do que efetivamente estruturá-la de maneira benéfica para a companhia.[25]

Em resposta a essas práticas, de um lado, a SEC exigiu que fosse divulgada não apenas a data da outorga da opção, mas também a data de aprovação da referida outorga pelo conselho de administração. De outro, a SEC passou a exigir que as companhias divulgassem uma descrição pormenorizada dos valores pagos aos consultores independentes de remuneração e dos serviços por eles prestados.[26]

Esse movimento de intensificação da regulação foi corroborado pelos escândalos contábeis ocorridos ao longo dos anos 2000 que geraram remunerações altíssimas para os administradores com ausência de transparência para os acionistas, como Enron e WorldCom.[27]

---

[24] Trabalhos acadêmicos demonstraram empiricamente que a performance anormal das opções outorgadas no âmbito de determinadas companhias somente poderia ter origem na manipulação das datas das outorgas das opções, de modo que elas estariam *in the money* com maior antecedência do que o costume, cf., por exemplo, R. A. HERON, E. LIE, *Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants?*, 2006, disponível em http://ssrn.com/abstract=877889.

[25] Cf. K. J. MURPHY, T. SANDINO, *Executive Pay and "Independent" Compensation Consultants*, 2009, disponível em http://ssrn.com/abstract=1148991.

[26] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), pp. 7/8.

[27] Apenas a título ilustrativo, outros exemplos de companhias que enfrentaram fraudes contábeis são Qwest, Global Crossing, HealthSouth, Cendant, Rite-Aid, Lucent, Xerox, Tyco International, Adelphia, Fannie Mae,

O Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act, de 2002, também conhecido como *Sarbanes-Oxley Act*, tinha como um dos seus principais focos a coerção de regras que restringissem irregularidades contábeis como as recentemente ocorridas à época. Mas também tratou de remuneração dos administradores.

Em primeiro lugar, proibiu os empréstimos realizados pela companhia aos administradores, independentemente da finalidade para a qual se prestavam tais empréstimos. Até então era comum que os administradores tomassem empréstimos a juros baixos e em condições favoráveis para comprar ações de emissão da companhia, como parte da remuneração. Tratou-se de uma resposta direta aos perdões de dívida ocorridos, por exemplo, no âmbito da Tyco International.[28]

Em segundo lugar, *Sarbanes-Oxley Act* determinou que o CEO e o CFO da companhia reembolsem (*clawback*) à companhia todos os valores que tenham recebido a título de bônus de performance ou de remuneração baseada em ações – ou os lucros realizados com a alienação das ações recebidas a título de remuneração – e que tenham decorrido de fraudes ou irregularidades contábeis posteriormente verificadas.[29]

Freddie Mac and Arthur Andersen. Para um aprofundamento dessas questões, em meio à farta literatura teórica que discute esses eventos fraudulentos na Enron e nas outras companhias sob a perspectiva da remuneração dos administradores, vale citar, a título exemplificativo, J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, 2003, disponível em http://ssrn.com/abstract_id=373581; J. R. MACEY, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, Princeton University Press, 2010, pp. 81 e ss.; K. PALEP, P. M., HEALY, *The Fall of Enron*, 2003, disponível em www.ssrn.com/abstract=417840; e L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation at Fannie Mae: a case study of perverse incentives, nonperformance pay, and camouflage*, 2009, disponível em www.ssrn.com/abstract=653125.

[28] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 22; e L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009, p. 76.

[29] O primeiro caso em que a SEC exigiu o reembolso de tais valores foi o do CEO da UnitedHealth Group, William McGuire, que teria recebido opções de compra de ações com datas falsificadas. As opções teriam sido pós-datadas para que a data da outorga fosse anterior à data que as opções teriam sido efetivamente atribuídas ao administrador, cf. "[r]ecord payback over options. Dr William McGuire, former chief executive of insurer UnitedHealth Group, will pay back more than $600m in compensation in the first individual "clawback" settlement under the Sarbanes-Oxley anti-fraud law. The Securities and Exchange Commission, the US regulator, said yesterday that Dr McGuire had agreed to settle allegations that he backdated options to boost his compensation from 1994-2005." Financial Times, 7 de dezembro de 2007. Para maior detalhamento sobre o assunto, cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 22/23.

Finalmente, em 2010, o governo americano editou o *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, também conhecido como *Dodd-Frank Act*, com o intuito principal de regular o setor financeiro no cenário pós-crise econômica. Entre outras reformas, o *Dodd-Frank Act* determinou que a SEC exija a divulgação pelas companhias: (i) de informações detalhadas sobre a independência dos consultores de remuneração e outros assessores do comitê de remuneração; (ii) da relação entre a remuneração dos administradores e a performance da companhia; (iii) das políticas relacionadas às práticas de *hedge* realizadas pelos administradores contra reduções no preço das ações de emissão da própria companhia; (iv) os motivos pelos quais a companhia não permite ou permite a cumulação dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração; e (v) a razão entre a remuneração do CEO e as remunerações dos demais funcionários da companhia.[30]

Ao exigir a razão entre a remuneração do CEO e a dos demais funcionários da companhia, o *Dodd-Frank Act* demonstrou clara preocupação com as disparidades entre as remunerações dos altos executivos e os trabalhadores. A título ilustrativo, vale registrar que, em 2000, a remuneração média dos CEOs das companhias americanas representava 531 vezes a remuneração média dos demais funcionários da companhia.[31]

O *Dodd-Frank Act* estabeleceu ainda mais três medidas importantes. Em primeiro lugar, estabeleceu que os acionistas devem aprovar, em caráter não vinculante, em um processo ficou conhecido como *say on pay*, a remuneração dos administradores, inclusive os benefícios por desligamento (*golden parachutes*). Em segundo lugar, determinou a expansão da necessidade de reembolso (*clawback*) dos valores recebidos a título de remuneração que tenham sido baseados em demonstrações financeiras que venham a ser republicadas em razão de fraude ou irregularidades contábeis.[32] Por fim, cuidou da independência do comitê de remuneração e dos consultores contratados pelo referido comitê, do que se tratará com maior detalhamento na seção 3.5 abaixo

---

[30] Cf. Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), de 25 de janeiro de 2010, "Subtitle E – Accountability and Executive Compensation", seções 951 a 957, disponível em http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf.

[31] Cf. F. A. GEVURTZ, *Disney in a comparative light*, 2007, disponível em www.ssrn.com/abstract=965596, p. 24.

[32] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 23/24.

Das observações feitas até aqui, é possível notar que parcela considerável da controvérsia que permeia a remuneração dos administradores nos Estados Unidos diz respeito aos esforços do governo para regulá-la. Por mais de uma vez, as tentativas do governo americano de regular questões relacionadas à remuneração dos administradores impingiu resultados indesejáveis. Foi assim com a tentativa de limitar os valores razoáveis dos honorários dos administradores (*Omnibus Budget Reconciliation Act*, de 1993), o que acabou gerando, na prática, um aumento dos níveis remuneratórios, como se viu acima. Foi assim também, com a tentativa de limitar a utilização dos *golden parachutes*, que ocasionou, na verdade, o aumento e a padronização de tais cláusulas, como se verá com maior detalhamento na seção 3.8 abaixo. A experiência americana e os resultados oriundos desses eventos podem ser de grande valia para as tendências regulatórias a serem observadas no Brasil, onde a remuneração dos administradores também passou a envolver controvérsias.

Mas é inegável que grande parte da controvérsia também se deve ao processo de fixação da remuneração dos administradores nas companhias americanas, já que, em muitas delas, os administradores exercem uma influência bastante relevante na definição da própria remuneração.

As companhias constituem um comitê de remuneração composto por conselheiros independentes. As propostas de remuneração partem desse comitê, assessorado pelos consultores externos. Porém, tipicamente, o CEO participa de todas as deliberações dos comitês, a não ser quando se trate da remuneração dele próprio. Considerando que, muitas vezes, o comitê é composto por pessoas sem expertise necessária e específica para tais assuntos e sem preparação para negociações de contratos com os administradores, o CEO pode realmente ter uma influência determinante na fixação da sua remuneração.[33] A

[33] Vale citar como exemplo o comitê de remuneração da Disney, que, quando foi negociar as condições com Michael Ovitz, o futuro presidente da companhia, era composto por um "entertainment lawyer (Irwin Russell, who was also Eisner's personal attorney), a movie star (Sidney Poitier), the editor-in-chief of the largest Spanish language newspaper in Los Angeles (Ignacio Lozano, who also served on a number of other corporate boards), and the chair of the Disney board's executive committee (Raymond Watson, who also served on a number of other corporate boards)", cf. F. A. GEVURTZ, *Disney in a comparative light*, cit. (nota 31 supra), p. 4.

proposta é então apresentada para deliberação e aprovação final do conselho de administração.[34]

Como os administradores das companhias americanas tem, ao menos, um potencial grande de intervir no processo decisório da sua própria remuneração, a literatura teórica aborda o assunto a partir de uma perspectiva focada nos problemas e custos de agência.

2.2. A sociedade anônima, a tendência natural e permanente ao desalinhamento de interesses e os custos de agência

A sociedade anônima permite que os acionistas deleguem a tomada de decisões e a direção do empreendimento aos administradores. De um ponto de vista de eficiência econômica, essa delegação traz pelo menos duas vantagens para os acionistas. A primeira é que ela permite que o empreendimento seja gerido por profissionais em geral mais capazes, experientes e especializados que os acionistas. A segunda é que ela possibilita que os investidores dediquem seu esforço e busquem otimizar seu tempo e maximizar sua eficiência econômica em outras atividades.[35]

Ocorre que a delegação do poder decisório e da administração da companhia não é gratuita para os acionistas e para os administradores, isto é, ela nunca acontece a "custo zero". Ao contrário, essa delegação gera despesas contingentes, denominadas pela literatura teórica de "custos de agência", decorrentes da natural e permanente tendência ao desalinhamento de interesses entre administradores e acionistas.[36]

---

[34] Os estudos empíricos sobre a influência que o CEO exerce sobre as deliberações dos comitês de remuneração são de certa forma alternados. Alguns estudos procuraram demonstrar que a remuneração do CEO pode estar diretamente relacionada à remuneração dos membros do comitê; outros procuraram comprovar que a remuneração do CEO pode ser positivamente afetada pela participação de pelo menos um *insider* no comitê de remuneração; outros, ainda, procuram sustentar que CEOs que participam do comitê de remuneração tendem a receber pagamentos menores, porém ter maior parcela da remuneração baseada em ações, agindo como proprietários da companhia, cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), pp. 24/25; e M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 22.

[35] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), p. 72.

[36] Cf. M. C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976, p. 308.

Pressupondo-se que, no desempenho de suas atividades, os administradores são movidos por seus interesses individuais e pelo impulso de maximizar a sua própria utilidade, não há razão para se acreditar que os administradores agirão no melhor interesse dos acionistas. A princípio, eles tendem a agir em defesa de seus próprios interesses. Há, portanto, um constante desalinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas. O grande problema nessas situações, portanto, é motivar os administradores a conduzirem as operações no interesse dos acionistas e não meramente no seu próprio interesse.[37]

M. JENSEN e W. MECKLING procuraram sistematizar os custos decorrentes desse desalinhamento de interesses da seguinte forma: (i) custos de monitoramento; (ii) custos de garantia (*bonding costs*); e (iii) perdas residuais (*residual loss*).[38]

Os custos de monitoramento são aqueles incorridos pelos acionistas quando exercem a supervisão e a fiscalização das atividades dos administradores, tais como o tempo devotado a analisar documentos da companhia, a contratação de profissionais especializados para verificar as contas da administração, entre outros.

Os custos de garantia (*bonding costs*) são arcados pelos administradores para assegurar aos acionistas que determinado comportamento será adotado e a performance prometida será efetivamente obtida. Quando, por exemplo, os administradores recebem remuneração baseada em ações e se comprometem a obter determinados resultados, expondo o próprio patrimônio ao risco de variação do valor das ações de emissão da companhia, eles estão incorrendo em um *bonding cost*.[39]

Por fim, as perdas residuais (*residual loss*) decorrem da redução do bem estar dos investidores sempre que os administradores adotam decisões contrárias ao melhor interesse

---

[37] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009, p. 35.

[38] Cf. M. C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit. (nota 36 supra), pp. 308/309.

[39] Vale transcrever: "[w]hen managers hold the stock of their firm, they are 'bonding' their performance (in part) by exposing their wealth to erosion if their performance, and hence the firm's profits, is substandard", cf. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, p. 10.

dos acionistas. Concretamente, tais perdas consistem no valor monetariamente equivalente à redução do bem estar dos acionistas causado por uma decisão contrária aos seus interesses.

Em termos gerais, um problema de agência surge sempre que o bem estar, a defesa dos interesses e a maximização do valor dos ativos de uma parte, chamada *principal*, dependem de comportamentos a serem adotados por outra parte, denominada *agent*. Nessas situações, sempre haverá o problema de como induzir o *agent* a adotar um comportamento que faça prevalecer os interesses do *principal*. Na busca por esse alinhamento de interesses, as partes incorrerão nos custos de agência.

No âmbito das sociedades anônimas, as questões de agência assumem contornos especiais e muito particulares por, pelo menos, duas razões.

Em primeiro lugar, isso ocorre porque os administradores contratados podem não ser os proprietários do empreendimento e dos recursos investidos. Os custos de agência talvez não existissem se os administradores fossem proprietários únicos da companhia. Afinal, não haveria o desalinhamento de interesses acima mencionado, já que os administradores agiriam em defesa de seus próprios interesses. No entanto, M. JENSEN e W. MECKLING demonstraram que conforme a participação dos administradores no capital da sociedade diminui, os custos de agência aumentam, pois o desalinhamento de interesses entre acionistas e administradores se acentua. Cada ponto percentual de redução da participação dos administradores no capital social corresponde a um acréscimo no desalinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas.[40]

De acordo com essa lógica, um administrador que detenha uma parcela ínfima do capital social, 1% por exemplo, terá muito mais incentivos para extrair benefícios individuais oriundos da companhia do que um administrador que detenha uma participação relevante, 95% por exemplo. Ademais, o administrador com menor participação tem maiores incentivos para tomar riscos excessivos e desnecessários e adotar comportamentos

[40] Cf. M. C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, cit. (nota 36 supra), p. 312; e M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 21 e ss.

que o beneficiem individualmente em detrimento da companhia e da generalidade dos acionistas.

Em segundo lugar, isso se deve ao quadro de acentuada assimetria informacional entre os administradores, que controlam o empreendimento, e os acionistas, que são os proprietários dos recursos investidos. O administrador quase sempre detém mais e melhores informações que os acionistas sobre aspectos relevantes das operações. Esse quadro de assimetria informacional de certa forma priva os acionistas de realizarem uma fiscalização precisa de todas as atividades dos administradores a fim de verificarem se seu interesse está efetivamente sendo protegido.

Assim, de um lado, a assimetria informacional existente no âmbito das sociedades anônimas incrementa os custos de monitoramento incorridos pelos acionistas. De outro lado, a impossibilidade de verificação de todas as atividades do administrador gera incentivos para que ele adote comportamentos oportunísticos que comprometam ainda mais a convergência entre os interesses dos administradores e dos acionistas.[41]

Nesse cenário, em que há uma permanente tendência de desalinhamento de interesses no âmbito interno da sociedade, como que uma força gravitacional puxando constantemente o equilíbrio para a divergência, os administradores e os acionistas precisarão procurar e se valer de mecanismos capazes de solucionar ou, ao menos, mitigar os problemas de agência existentes.

2.3. A remuneração dos administradores e os custos de agência: problema ou solução parcial?

2.3.1. Remuneração como solução parcial para os problemas de agência (optimal contract approach)

[41] "Comportamentos oportunísticos" são aqui entendidos e serão tratados ao longo deste trabalho conforme replicados por J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, isto é, comportamentos egoísticos que envolvam principalmente má fé por parte do agente. Em nota, os autores ressaltam que "[w]e use the term 'opportunism' here, following the usage of Oliver Williamson, to refer to self-interested behavior that involves some element of guile, deception, misrepresentation, or bad faith", cf. *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 35.

Comumente, a remuneração dos administradores é tratada como uma solução parcial para os problemas de agência. A adoção dessa perspectiva natural e intuitiva advém da capacidade que determinados modelos de remuneração dos administradores, quando bem estruturados, têm de fazer convergir os interesses dos acionistas e dos gestores do empreendimento.

Segundo a sistematização das possíveis soluções para os problemas de agência realizada por J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, tais problemas podem ser enfrentados por meio de estratégias regulatórias e estratégias de governança. Dentre as estratégias de governança estariam as "estratégias de incentivo" (*reward strategies*).[42]

As estratégias de incentivo compreendem ferramentas de duas ordens que procuram alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas. Em uma primeira hipótese, essas estratégias consistem em mecanismos de recompensa que motivariam a lealdade dos administradores aos interesses dos acionistas ao atrelarem seus ganhos diretamente aos ganhos dos investidores (*sharing rule*). Em uma segunda hipótese, o alinhamento de interesses seria promovido a partir da remuneração dos administradores em razão de importantes resultados obtidos pelo administrador no interesse dos acionistas (*pay for performance regime*).

Os modelos de remuneração dos administradores teriam, assim, um importante papel na solução ou mitigação dos problemas de agência, pois, ao serem desenhados de maneira adequada, promoveriam o alinhamento de interesses dos acionistas e dos administradores.

Uma das formas pelas quais a remuneração poderia funcionar como uma solução parcial para os problemas de agência é substituindo o monitoramento realizado pelos acionistas. Estruturas ótimas de remuneração podem alinhar os interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas, relativizando a necessidade de monitoramento pelos acionistas. Esquemas de remuneração que estejam vinculadas à performance ou à maximização de valor, planos de incentivo e retenção dos

[42] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), pp. 42/43.

administradores são alguns exemplos de mecanismos de remuneração que procuram reduzir ou neutralizar o desalinhamento, ao fazer com o que o administrador se sinta proprietário do empreendimento.[43]

Em meio à literatura teórica americana, a discussão da remuneração como solução parcial para os problemas de agência é tão recorrente que leva alguns autores ao debate sobre as possíveis relações entre a remuneração dos administradores e o *insider trading*. De acordo com esse debate, a busca pela solução dos problemas de agência pode encontrar no *insider trading* sinalizações importantes e menos ortodoxas se analisadas como ferramentas para promover o alinhamento de interesses.

Os partidários dessa tese iniciam por reconhecer que, para diminuir os custos de agência, a estrutura de remuneração adotada pela companhia deve promover o alinhamento dos interesses de administradores e acionistas. Em geral, estruturas que atrelam a remuneração dos administradores à sua performance geram maiores incentivos aos administradores e, por isso, têm maior potencial de alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas.

Em seguida, afirma que, do ponto de vista econômico, estruturas de remuneração que permitem ajustes periódicos baseados na apuração do empenho devotado e dos resultados gerados pelos administradores podem ser mais eficientes e justas do que estruturas que pré fixam a sua remuneração. Assim, de acordo com intervalos temporais pré-estabelecidos, a companhia e os administradores renegociam os termos da remuneração dos administradores.

Ocorre que, dentro desses intervalos periódicos, a dificuldade de se monitorar o esforço e de se mensurar os resultados gerados individualmente pelos administradores tornam as renegociações da remuneração baseada em performance mais complexas. Em vista disso, as companhias devem procurar adotar estruturas que tornem os interesses compatíveis para reduzir o número de renegociações a serem realizadas.

[43] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), p. 75.

É nesse ponto que se atinge o cerne do debate segundo o qual o *insider trading* seria um mecanismo que poderia ensejar a redução do número dessas renegociações da remuneração dos administradores. O *insider trading* possibilitaria à companhia e ao administrador que o pacote de remuneração fosse alterado mediante a utilização de uma informação nova ainda não divulgada ao mercado. Assim, de acordo com essa linha de raciocínio, o administrador repactua os moldes de sua remuneração com a sociedade sempre que negocia ações de emissão da companhia em mercado.

A possibilidade de negociar ações no mercado em posse de informação ainda não divulgada estimularia o administrador a produzir mais negócios que alterem positivamente o valor das ações da companhia e que, portanto, gerem informações positivas, pois ele será recompensado por essa variação. Nesse cenário, o administrador aceitaria receber uma remuneração fixa mais baixa para ter a oportunidade de participar dos ganhos possivelmente oriundos dos negócios que a companhia celebrar por iniciativa do próprio administrador.

A oportunidade de negociar ações da companhia induziria os administradores a buscarem as operações que melhor atenderiam os interesses dos acionistas, aptas gerarem valorização das ações. Os lucros obtidos pelo administrador a partir da negociação das ações em mercado seriam, assim, uma forma de remuneração dos administradores que os estimularia e, portanto, promoveria o alinhamento de interesses, solucionando parcialmente os problemas de agência. Aos administradores seria imposta uma obrigação de divulgação das operações com ações de emissão da companhia por eles realizadas, ao invés de uma vedação.[44]

Esse debate é bastante complexo e envolve, pelo menos, três ressalvas. Em primeiro lugar, se é correto imaginar que a oportunidade de negociar com informações ainda não divulgadas pode gerar estímulos positivos aos administradores, também é verdade que o mercado não é perfeito. Aliás, a repressão quase universal à utilização de informações ainda não divulgadas leva a crer no contrário, ou seja, a simples transparência das operações realizadas pelos administradores talvez não seja suficiente para inibir

[44] Cf. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit. (nota 39 supra), pp. 257/259.

comportamentos indesejados. Essa oportunidade tem, portanto, potencial para gerar incentivos perversos. Os administradores poderiam, por exemplo, objetivar operações muito arriscadas (*moral hazard*) para aumentar a volatilidade do papel, almejando lucros de curto prazo com a negociação das ações. De outro lado, os administradores poderiam se sentir estimulados a criar notícias sobre a companhia, fossem elas boas ou ruins, já que nas duas possibilidades eles poderiam auferir ganhos. Nessa hipótese, a simples exigência de transparência das operações realizadas pelos administradores não tornaria o mercado imune aos incentivos perversos.

Em segundo lugar, essa discussão passa evidentemente por uma análise legislativa e regulatória sobre a proibição da negociação com utilização de informação ainda não divulgada, discussão essa que não se compreende no objeto deste trabalho. Importa registrar, porém, que nos Estados Unidos há críticas incisivas quanto à proibição de os administradores negociarem ações em posse de informação privilegiada.[45]

A terceira ressalva consiste no fato de que, do ponto de vista dos incentivos proporcionados aos administradores, a remuneração baseada em ações já atinge boa parte dos objetivos que o debate acima exposto almeja. Por meio da remuneração baseada em ações, pode-se estimular o administrador a obter a valorização das ações de emissão da companhia, pois ele sabe que participará dessa valorização.

Não obstante tais ressalvas, a apresentação desse debate contribui para ilustrar como a remuneração dos administradores tem sido pensada e discutida de forma recorrente a partir de uma perspectiva que a considera como uma solução parcial para os problemas de agência, inclusive de pontos de vista menos tradicionais.

Por fim, é interessante notar que mesmo na doutrina brasileira, a remuneração dos administradores, há muito, tem sido enfocada como um instrumento a serviço do alinhamento de interesses. Como registrou W. FERREIRA: "[e]is aí, portanto, elementos insignes para a medida do estipêndio dos diretores de sociedades anônimas, em que a

[45] Cf. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit. (nota 39 supra), pp. 261/262. Para críticas similares e um aprofundamento das questões, cf. também D. D. HADDOCK, J. R. MACEY, *Regulation on demand: a private interest model, with application to insider trading regulation*, in *Journal of Law and Economics*, v. 30, 1987, pp. 311/352. Para um aprofundamento dessas questões na doutrina brasileira cf. L. G. P. B. LEÃES, *Mercado de capitais e insider trading*, São Paulo, RT, 1982.

justiça encontrará a solução equitativa, capaz de estabelecer o equilíbrio entre os interesses em presença: de um lado, os diretores, que devem ser remunerados na medida do justo e na proporcionalidade do lucro líquido por eles produzido; e, de outro lado, os acionistas em geral, aos quais pertence, em regra, todo o lucro líquido produzido, a fim de ser entre eles partilhado ao cabo de cada exercício financeiro, como dividendos".[46]

2.3.2. Remuneração dos administradores como parte integrante dos problemas de agência (managerial power approach).

A visão exposta acima da remuneração dos administradores como uma solução parcial para os problemas de agência parece coincidir com o enfoque geralmente adotado pelos economistas. A análise econômica da questão enfoca as características do contrato entre a companhia e o administrador e como essas características poderiam ser aprimoradas para atingir o objetivo final de redução dos custos de agência. Ademais essas características seriam moldadas pelas pressões de um mercado competitivo de disputa entre as companhias por administradores talentosos.

Esse ponto de vista foi denominado pela doutrina como *optimal contracting approach*. De acordo com essa perspectiva, desde que o contrato tenha as características ótimas, em sentido econômico, a remuneração dos administradores pode ser vista como um remédio eficientemente produzido por mecanismos de mercado para os problemas de agência oriundos da delegação da gestão do empreendimento aos administradores.[47]

Como visto acima, os adeptos do *optimal contracting approach* partem do pressuposto, que é inerente à análise econômica do processo de segregação entre a propriedade e o controle do capital, de que os administradores agem para maximizar a própria utilidade. Há, dessa forma, um claro e constante desalinhamento de interesses entre os administradores, a companhia e os acionistas. Assim sendo, não há razão para se presumir que os administradores irão, automaticamente, criar ou maximizar valor para os acionistas. Uma estrutura de remuneração bem modelada e que adotasse os padrões economicamente ótimos poderia se prestar a aprumar esses interesses.

---

[46] Cf. W. FERREIRA, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, cit. (nota 1 supra), p. 552.

[47] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 1.

Segundo L. A. BEBCHUK e J. M. FRIED, há uma variável de suma importância que essa perspectiva não considera, mas que também deveria ser levada em conta na análise da questão, a saber: o poder dos administradores de influenciar a fixação da própria remuneração. Utilizando-se como ponto de partida o argumento de que os administradores podem influenciar de forma determinante a fixação dos seus honorários, a remuneração dos administradores não poderia ser vista apenas como solução parcial para os problemas de agência, mas teria de ser encarada como sendo ela própria uma parte integrante dos problemas de agência. Essa perspectiva foi denominada pelos referidos autores de *managerial power approach.*[48]

A perspectiva adotada pelos autores se concentra em duas premissas. A primeira delas é o poder que os administradores têm de influenciar a determinação da própria remuneração. A segunda é a premissa de que essa influência gera a intensificação dos problemas de agência.

Assim, pressupondo-se que o poder interno dos administradores é tão grande que os permite ter ingerência no processo decisório relativo à sua própria remuneração, a remuneração dos administradores pode e deve ser enfocada não apenas como uma solução que possa endereçar parcialmente os problemas de agência acima referidos, mas também como uma parte integrante desses problemas em si.

Esse enfoque encontra eco em algumas hipóteses não dificilmente observáveis na prática. É muito comum, por exemplo, que as companhias americanas contratem analistas e consultores especializados para aprimorar as estruturas de remuneração dos administradores. É também muito comum que os esses consultores procurem, ao invés de otimizar os modelos de remuneração dos administradores, justificá-los. Isso ocorreria porque os consultores têm fortes incentivos para atender aos interesses do CEO da companhia e auxiliá-lo a justificar – e até camuflar – seus ganhos. Essa situação se manteria verdadeira ainda que tais consultores fossem contratados pelo comitê de

[48] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 2. Essa mesma abordagem é adotada em L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004; e L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, D. I. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, 2002, disponível em http://ssrn.com/abstract=316590.

remuneração, e não direta e formalmente pelo diretor presidente, já que tal comitê é diretamente subordinado ao CEO.[49]

Uma segunda hipótese consiste nos empréstimos que as companhias americanas costumavam realizar para seus administradores para a aquisição de ações de emissão da companhia ou outros fins. É verdade que o *Sarbanes-Oxley Act* vedou a realização de tais empréstimos, como visto na seção 2.1 acima. Todavia, até a sua edição um número grande de companhias realizava empréstimos para seus administradores, o que poderia configurar uma forma de se camuflar a remuneração efetivamente paga, já que era comum a adoção de taxas de juros mais baixas que as praticadas em mercado ou mesmo o perdão da dívida. Essas operações eram, em regra, reportadas como transações com partes relacionadas e não como remuneração dos administradores, o que, de certa forma, camuflava os honorários efetivamente atribuídos aos administradores.[50]

A influência que os administradores exercem na celebração de contratos que lhes conferem benefícios pós-emprego (*golden goodbyes, golden parachutes, silver parachutes*) também consiste em uma hipótese que reflete, na prática, o enfoque do *managerial power approach*. A adoção de tais benefícios pode conferir aos administradores um seguro contra desligamento, ainda que o administrador seja destituído em decorrência das pífias performances por ele obtidas durante o período em que permaneceu no cargo. O administrador estaria, portanto, em uma posição livre de riscos, o que também poderia sinalizar negativamente para o próximo administrador, que teria menos incentivos para obter bons desempenhos. O poder do administrador de se imiscuir na determinação desses benefícios por desligamento e a adoção desses instrumentos sem vinculação à performance

[49] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 8.

[50] O CEO da WorldCom, por exemplo, tomou um empréstimo de mais de USD400 milhões da companhia a uma taxa de juros de 2,15% alegando se tratar da taxa de mercado. Posteriormente, verificou-se que a taxa pactuada estava muito abaixo dos 5% que ele teria que pagar se tivesse efetivamente tomado o empréstimo em mercado. Esse tipo de transação costumava ser divulgada, já que se trata de operações com partes relacionadas. No entanto, essa divulgação é menos saliente, já que terceiros interessados nas informações relativas à remuneração iriam procurá-las de modo específico. No caso da WorldCom, por exemplo, o empréstimo, apesar de divulgado como operações com partes relacionadas, só se tornou efetivamente notório quando foram deflagradas as fraudes contábeis no âmbito da companhia. cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 10.

do administrador teria, dessa forma, uma chance maior de tornar os problemas de agência ainda mais complexos do que propriamente solucioná-los.[51]

Outras situações, inclusive mais recorrentes na realidade brasileira, poderiam ser mencionadas. Os administradores costumam ter, por exemplo, enorme ingerência sobre a remuneração indireta, que, como se verá com maior detalhamento, corresponde aos benefícios de qualquer natureza e verbas de representação a que o administrador faz jus em razão de ocupar seu cargo. Dependendo da influência que o administrador tenha sobre a determinação desses benefícios e dos níveis de transparência que governem tais práticas, esses casos podem representar exemplos de que a remuneração, ao invés de reduzir os custos de agência, provavelmente os incrementará.[52]

Essas situações demonstram que é impossível analisar a remuneração dos administradores sem considerar que ela constitui parte integrante dos problemas de agência. Não há dúvida de que a remuneração dos administradores tem um papel relevante na solução de tais problemas, uma vez que, quando bem estruturada, ela pode promover o alinhamento de interesses entre administradores, acionistas e companhia. No entanto, é inviável não caracterizar a remuneração como parte do problema, sobretudo quando os administradores participam de forma determinante de sua fixação.

Vale registrar que para alguns estudiosos, o foco do problema não estaria tanto na influência que o administrador tem na determinação da sua própria remuneração, mas sim na falta de expertise dos comitês de remuneração para negociar os pacotes de remuneração com os administradores, que, na maioria das vezes, se encontram acompanhados de profissionais especializados nesse tipo de negociação. De toda forma, reconhecendo que os administradores podem ter alguma influência na fixação da própria remuneração, os partidários desse entendimento concordam que a remuneração dos administradores deve

---

[51] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 13. Os benefícios por desligamento serão abordados com maior detalhamento na seção 3.8 abaixo.

[52] Apenas para ilustrar como essa situação não é rara e pode envolver valores expressivos, vale mencionar que o Comitê de Recursos Humanos e Remuneração do Grupo Pão de Açúcar aprovou recentemente o corte de cerca de R$98 milhões gastos pelas famílias de alguns dos administradores da companhia com segurança pessoal e jatinhos, cf. "[f]ica expressamente vedado o uso ou contratação de serviços de aviação executiva pela companhia ou por seus administradores para o transporte de executivos com fins ou efeitos privados", disponível em http://exame.abril.com.br/negocios/gestao/noticias/casino-corta-verba-de-diniz-e-kein-com-jatinhos-e-segurancas.

ser vista como parte integrante dos problemas de agência e não apenas como uma solução.[53]

2.3.3. A perspectiva conciliatória.

A análise das perspectivas acima expostas demonstra a existência de duas posições na literatura teórica. De um lado, a remuneração é vista como uma solução parcial para os problemas de agência. As pressões do mercado moldariam, de forma eficiente, estruturas de remuneração capazes de alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas. De outro lado, a remuneração é vista como parte integrante dos problemas de agência. A possibilidade de que os administradores influenciem de maneira determinante na fixação de sua própria remuneração e extraiam riqueza da companhia por meios menos perceptíveis aos olhos acionistas tornaria os problemas de agência ainda mais complexos.

A verdade, porém, é que nenhuma das duas perspectivas parece suficiente para compreender a evolução pela qual tem passado a remuneração dos administradores. O *managerial power approach*, por si só, não explica, por exemplo, o abrupto crescimento das opções de compra durante a década de 1990 nos Estados Unidos. Esse crescimento parece ter sido fruto de exigências relativas à vinculação da remuneração à performance ou, ainda, de benefícios tributários ou contábeis concedidos pelo governo, e que nenhuma relação teriam com o poder dos administradores de influir na fixação da sua remuneração e extrair riqueza da companhia.[54]

Por sua vez, o *optimal contract approach* também não explica, isoladamente, situações em que o administrador interfere na determinação da própria remuneração, como, por exemplo, quando exige um benefício por cessação de exercício do cargo (*golden parachutes*) em valor excessivamente alto. Essa perspectiva também não explica a manipulação, pelos administradores, de dados referentes às opções de compra

---

[53] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 50/52.

[54] Cf. C. FRYDMAN, D. JENTER, *CEO Compensation*, 2010, disponível em http://www.nber.org/papers/w16585.pdf?new_window=1, p. 2.

(*backdating*), tampouco a realização, pelo administrador, de *hedge* com ações de emissão da própria companhia para evitar prejuízos que já sabe certos.[55]

De acordo com a literatura teórica mais recente, essas perspectivas se complementam. Na verdade, a evolução das tendências e da composição da remuneração dos administradores nos últimos anos somente pode ser explicada mediante uma combinação dos dois pontos de vista, que não podem ser tomados como concorrentes ou excludentes.[56]

No âmbito do mercado brasileiro, a adoção de uma perspectiva mista, que conjugue elementos de cada um dos pontos de vista acima citados, também é cabível e desejável para a análise da disciplina jurídica da remuneração dos administradores, já que a adoção isolada de qualquer uma das perspectivas encontraria barreiras.

Como o órgão responsável pela fixação da remuneração dos administradores é a assembleia geral, nos termos do art. 152, da Lei nº 152, de 1976, e não o conselho de administração, de um ponto de vista estritamente formal, a influência do administrador sobre a determinação da própria remuneração seria mitigada. Isso não quer dizer, todavia, que o administrador não possa, em qualquer hipótese, exercer ingerência no processo de fixação de sua remuneração.

Aliás, pelo menos duas questões recentes sublinham a importância de se evoluir na discussão da remuneração dos administradores no Brasil sob uma perspectiva combinada dos dois pontos de vista, talvez com ênfase para o *managerial power approach* pelos próximos anos.

Em primeiro lugar, embora as premissas adotadas pelo *managerial power approach* se acentuem nos ambientes societários em que há base acionária dispersa, deles não são exclusividade. Como mencionado acima, é possível que os administradores tenham influência na determinação da própria remuneração e que isso intensifique os problemas de

[55] Cf. C. FRYDMAN, D. JENTER, *CEO Compensation*, cit. (nota 54 supra), p. 19. Essas operações de *hedge* são comentadas com maiores detalhes na seção 5.10 abaixo.

[56] Cf. C. FRYDMAN, D. JENTER, *CEO Compensation*, cit. (nota 54 supra), p. 23.

agência mesmo em sistemas que presenciam companhias com controle acionário concentrado.

Isso pode ocorrer, por exemplo, se houver poucos investidores institucionais, se não houver outros grandes e ativos acionistas, e se os acionistas existentes se comportarem passivamente. Especificamente em relação aos diretores, isso pode ocorrer, ainda, se a companhia tiver um conselho de administração fraco, se o referido órgão não desempenhar suas funções de maneira efetiva, ou ainda, se os diretores estiverem protegidos por ajustes contratuais que lhes confiram benefícios por desligamento, o que pode relativizar sua percepção de risco. Assim, o fato de as companhias brasileiras ainda apresentarem, em sua maioria, uma estrutura de capital com controle concentrado não impede que se analise a remuneração dos administradores sob o viés do *managerial power approach*.

Em segundo lugar, o Brasil vive um momento de transição em que algumas poucas companhias com base acionária dispersa já compartilham espaço no mercado com uma maioria de companhias com controle acionário concentrado. Se a lista de companhias brasileiras com propriedade acionária pulverizada realmente aumentar é possível que repercussões importantes sejam percebidas na esfera da remuneração dos administradores, como já têm demonstrado estudos empíricos recentemente realizados.

2.4. A relação entre dispersão acionária e a remuneração dos administradores: novos desafios

Em uma companhia com considerável dispersão acionária, os custos de agência podem tornar-se particularmente relevantes porque os muitos acionistas tendem a ter preferências heterogêneas. Trata-se de uma situação que a literatura teórica denomina de *multiple principals*.

Para conciliar seus variados interesses e convergir para uma estratégia comum de monitoramento dos administradores da companhia, esses acionistas têm que arcar com custos de coordenação, tais como a realização de reuniões, contratação de advogados, empenho de tempo, entre outros. Há, portanto, um incremento dos custos de agência referentes ao monitoramento dos administradores.

A princípio, quanto maior o número de acionistas interessados, maiores os custos de coordenação. Assim, em uma sociedade com o capital totalmente disperso, os custos de coordenação poderão dificultar ou mesmo impedir os acionistas de agir em conjunto para monitorar os gestores. Se isso acontecer, os administradores terão mais poderes e sua atuação estará imune ou, no mínimo, menos sujeita a fiscalização dos acionistas.[57]

Além disso, esses custos de agência referentes à coordenação dos múltiplos acionistas podem gerar um quadro de endogeneidade. Se os custos de coordenação forem de fato excessivamente altos, há uma tendência de que os acionistas fiquem impedidos de fiscalizar em conjunto os administradores e acabem delegando-lhes ainda mais poder na tomada de decisões, o que poderia deflagrar um processo circular.

Assim, conforme aumenta a dispersão acionária, os administradores passam a ter maior influência na companhia. Conforme os acionistas se tornam mais dispersos, maiores são os custos de coordenação em que eles incorrem e menores os incentivos para que eles realizem o monitoramento dos administradores por três razões principais.

Primeiro porque, de acordo a lógica que rege a ação coletiva, se os custos de uma determinada atitude de monitoramento recaem apenas sobre o acionista que tomou a iniciativa de fiscalizar, os eventuais benefícios dela oriundos serão partilhados entre todos os acionistas. Segundo porque esses benefícios são apenas eventuais. Por fim, terceiro porque conforme aumenta a dispersão acionária, menor é a participação proporcional de cada acionista nos eventuais benefícios.[58]

Não é por outra razão, aliás, que a literatura sobre o tema afirma que comportamentos oportunísticos são mais prováveis de ocorrer nos Estados Unidos, em que

---

[57] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 36.

[58] Vale transcrever: "[t]hough all of the members of the group therefore have a common interest in obtaining this collective benefit, they have no common interest in paying the cost of providing that collective good. Each would prefer that the others pay the entire cost, and ordinarily would get any benefit provided whether he had borne part of the cost or not", cf. M. OLSON, *The logic of collective action – Public goods and the theory of groups*, Cambridge, Harvard University Press, 1971, p. 21. Em sentido semelhante, cf. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit. (nota 39 supra), p. 101.

há uma considerável dispersão acionária, do que nos outros países em que o controle acionário é mais concentrado.[59]

Esse conjunto composto pelo aumento da dispersão acionária, o incremento dos custos de coordenação e a consequente redução do monitoramento realizado pelos acionistas pode ter consequências importantes para a remuneração dos administradores.

De um lado, quando há um controlador definido, ele consegue de alguma maneira controlar a remuneração paga aos administradores da companhia. De outro, a dispersão acionária reduz a capacidade de monitoramento dos acionistas, e aumenta a chance de que os administradores adotem comportamentos oportunísticos relacionados à própria remuneração em benefício próprio, já que "the more power managers have, the greater their ability to extract rents".[60]

Assim, no Brasil, essa análise merece pelo menos duas ressalvas.

A primeira ressalva consiste no fato de que a maioria das companhias existentes no mercado brasileiro ainda tem controle concentrado, de modo que é praticamente impossível cogitar-se de um controle administrativo em sentido próprio.[61] As análises jurídicas que se façam sobre o assunto devem, portanto, ter em conta esse modelo econômico e societário, em que os principais conflitos se dão entre controlador e não controladores (hipóteses de conflitos de interesses), e não propriamente entre acionistas e administradores (hipóteses de *agency costs*).[62]

---

[59] Cf. L. ENRIQUES, G. HERTIG, H, KANDA, *Related-Party Transactions*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009, p. 180.

[60] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 5.

[61] Cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros, 2011, p. 78.

[62] A respeito dessa ressalva, vale transcrever o entendimento de E. S. MUNHOZ sobre a necessidade de convergência entre a realidade econômica e o modelo de direito societário: "o estudioso do direito societário deve guardar sempre em mente que o sistema de controle concentrado suscita questões próprias, específicas, muito distintas das apresentadas pelo sistema de controle diluído", cf. *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), *Direito societário – desafios atuais*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 152.

Entretanto, como exposto na seção 2.2 acima, essa realidade não impede que os administradores assumam maior poder e passem a interferir na determinação da própria remuneração. Ademais, conforme o ambiente regulatório se desenvolve e mais companhias acessam o mercado, existe uma tendência de que a dispersão acionária aumente.[63]

De qualquer modo, independentemente do rumo pelo qual enverede o mercado brasileiro nos próximos anos, é preciso reconhecer que os custos de agência (observados em países com diluição acionária) e os conflitos de interesses (observados em países com propriedade acionária concentrada) têm raízes semelhantes, as quais consistem na existência de algum descontrole de poder, seja o poder dos administradores, seja o poder dos controladores.[64]

Assim, se no mercado americano é comum que os administradores tenham influência na determinação da sua própria remuneração (o que gera grande preocupação com os custos de agência), não é difícil imaginar que no mercado brasileiro, os controladores podem influenciar de forma determinante na fixação da remuneração dos administradores por eles eleitos. Para a análise dessas questões, dada a semelhança das raízes dos custos de agência e dos conflitos de interesses (descontrole do poder), a experiência do mercado americano e os enfoques adotados pela literatura teórica nos Estados Unidos podem ser extremamente válidos.

---

[63] Para um aprofundamento da análise sobre a prevalência de companhias com controle concentrado no Brasil e uma possível tendência ao aumento da dispersão acionária, cf., além da obra acima citada, E. GORGA, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, 2009, disponível em http://ssrn.com/abstract=1121037.

[64] A esse respeito, vale transcrever o seguinte excerto: "[a]ssim, para que mudanças de comportamento possam advir do direito, mais criatividade se faz necessária. São necessárias soluções estruturais que permitam uma mudança no padrão de relacionamento entre os sócios. Para que o cumprimento dessas regras ocorra em presença de centros de poder quaisquer que sejam eles – o controlador ou os administradores – é necessária uma mudança na estrutura das relações internas da sociedade. Observe-se então a primeira mudança de perspectiva. Trata-se de comparar o poder concentrado, qualquer que seja ele – do administrador ou do controlador – com estruturas que permitam ou estimulem o autocumprimento (cooperativo) de regras jurídicas e éticas por todos os acionistas e administradores da companhia. Sob essa ótica, problemas como *agency costs* e conflito de interesses do controlador, ao invés de terem raízes opostas, apresentam um traço comum a ser resolvido pelo direito. Trata-se da comum ligação a um problema de poder – poder descontrolado e não fiscalizado do administrador no primeiro caso (muito comum na realidade americana) e poder descontrolado do controlador no segundo (muito comum na realidade brasileira)", cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), p. 58.

A segunda ressalva é a de que, em relação à remuneração dos administradores, os acionistas das companhias brasileiras já têm salvaguardas importantes, como o trabalho analisará com maior vagar nos capítulos abaixo. De fato, os próprios acionistas reunidos em assembleia – e não o conselho de administração – fixam o valor total da remuneração dos administradores (art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976). Isso permite não apenas a apreciação originária pelos acionistas, mas também o questionamento de acionistas minoritários em caso de eventuais abusos. Ademais, os acionistas que representem 5% ou mais do capital poderão convocar assembleias, competência essa raramente outorgada aos acionistas em outros países (art. 123, parágrafo único, d, da Lei nº 6.404, de 1976). Os acionistas poderão, ainda, nos termos da Instrução CVM nº 481, de 2009, incluir propostas e candidatos em pedidos públicos de procuração.

No entanto, se a dispersão acionária aumentar, será necessário que os direitos conferidos aos acionistas pela lei e pela regulamentação sejam efetivamente utilizados pelos acionistas e suficientes para reduzir os custos de agência. Se tais direitos não forem utilizados em razão da assimetria informacional, dos custos de coordenação ou da ausência de incentivos inerente à lógica da ação coletiva, os administradores poderão passar a ter maior ingerência na determinação da própria remuneração, o que acarretará riscos e custos para os acionistas.

Um recente estudo empírico que analisou as informações financeiras e as informações sobre a remuneração dos administradores de 315 companhias brasileiras relativas ao ano de 2009 demonstrou que os administradores de companhias brasileiras que possuem maior dispersão da base acionária têm remuneração superior à remuneração dos administradores de companhias com propriedade acionária concentrada. O trabalho concluiu, ainda, que quanto mais disperso o capital da companhia, maiores as remunerações recebidas por seus administradores.

Os resultados quantitativos são bastante expressivos. Nas companhias com controle minoritário (i) a remuneração da diretoria é 89% superior e a do conselho de administração é 82% superior, se comparadas com as remunerações pagas pelas demais companhias; (ii) a remuneração por diretor é 76% superior e a remuneração por conselheiro é 82% superior, se comparadas com as remunerações pagas pelas demais

companhias; e (iii) a remuneração do diretor presidente é mais que o dobro da remuneração paga ao diretor presidente das demais companhias.[65]

Parece, portanto, que um novo desafio se põe à frente dos investidores no Brasil. Nas companhias que tiverem capital disperso, o monitoramento dos acionistas, que já envolvia a fiscalização da conduta do acionista controlador, terá de ser ampliado para abarcar também os valores e as métricas utilizadas para estruturar a remuneração dos administradores.

Diante desse possível novo desafio frente ao qual se encontrarão os investidores brasileiros é necessário discutir e repensar os objetivos e a composição dos planos de remuneração a fim de verificar a melhor forma de se atingir o alinhamento de interesses.

2.5. Objetivos concretos e composição da remuneração

A literatura teórica sustenta que um plano de remuneração bem estruturado cumprirá três objetivos principais: (i) atrair os melhores administradores ao mais baixo custo possível; (ii) reter os administradores cujo comportamento e desempenho sejam compatíveis com o perfil da companhia, excluindo os administradores que não se adaptem a tal padrão; e (iii) estimular os administradores a adotar ações que criem valor para a companhia no longo prazo.[66]

No entanto, não há um plano de remuneração que seja ótimo. Há modelos que podem ser adaptados a cada tipo de companhia. Os planos de remuneração, assim, podem variar e ser bastante idiossincráticos de acordo com muitos fatores tais como tamanho da companhia, setor em que se encontra a companhia, comportamento dos administradores, práticas comumente utilizadas no mercado que a companhia integra, país de localização, entre outros.[67]

---

[65] Cf. M. B. PINTO, *Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras*, cit. (nota 6 supra).

[66] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 19.

[67] Cf. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit. (nota 39 supra), pp. 12/13.

Os planos de remuneração são geralmente compostos por quatro componentes: (i) a remuneração básica mensal (pró-labore); (ii) a participação nos lucros (bônus de performance); (iii) a remuneração baseada em ações, que pode ser representada por opções de compra de ações, ações restritas, *phantom stock options*, bônus de subscrição, entre outros; (iv) benefícios por desligamento e pós emprego.[68]

Os capítulos a seguir cuidarão desses componentes e da disciplina jurídica a eles aplicável.

***

[68] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 3.

3. A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS NA LEI Nº 6.404, DE 1976

3.1. Conceito de remuneração dos administradores

A Lei nº 6.404, de 1976, cuidou da remuneração dos administradores em seu art. 152. Sob o subtítulo "Remuneração", o art. 152, *caput* e §§1º e 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, disciplinaram os desembolsos realizados pela companhia aos administradores a título de três modalidades de pagamentos: (i) de remuneração (pró-labore); (ii) de benefícios de qualquer natureza e verbas de representação; e (iii) de participação dos administradores nos lucros sociais.

Em um sentido técnico e restrito, tal como empregado no subtítulo que introduz o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, o termo "remuneração dos administradores" apresenta três características concomitantes fundamentais: (i) a relação direta e objetiva de equivalência jurídico-econômica com os serviços prestados pelo administrador; (ii) a periodicidade de pagamento e não variação dos valores pagos; e (iii) a não vinculação de seu pagamento à existência de lucros sociais.

Em primeiro lugar, de acordo com essa conceituação estrita, a remuneração dos administradores configura uma contraprestação que possui relação direta e objetiva de equivalência jurídico-econômica com os serviços prestados pelos administradores. Por essa razão, a remuneração não se vincula às metas eventualmente obtidas pelos administradores e aos resultados atingidos pela companhia. A fixação de seu valor se exaure, dessa forma, na apreciação objetiva dos serviços prestados pelos administradores à companhia, não se estendendo à verificação dos resultados da companhia.[69]

Em segundo lugar, a remuneração é uma importância paga aos administradores periodicamente – comumente em bases mensais – em valores que não variam durante o exercício social. Ou seja, geralmente a remuneração é paga periodicamente em valores determinados ou determináveis e fixos.[70]

---

[69] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, São Paulo, RT, 1979, pp. 37/38.

[70] Cf. R. CRISTIANO, *Órgãos da sociedade anônima*, São Paulo, RT, 1982, p. 106.

Em terceiro lugar, porque a remuneração corresponde concreta e economicamente aos serviços prestados pelos administradores, ela não está atrelada à existência de lucros sociais, tampouco varia em relação a eles. Havendo ou não lucros, a remuneração deverá ser atribuída aos administradores. Não está incluída nessa acepção mais restrita, portanto, a participação nos lucros eventualmente outorgada aos administradores, que será objeto do capítulo 4, abaixo.

Considerando, assim, sua relação direta e objetiva de equivalência jurídico econômica com os serviços dos administradores, sua periodicidade e ausência de variação no exercício social, bem como sua independência em relação aos lucros, a remuneração dos administradores em sentido estrito é, portanto, composta, de um lado, pelo pró-labore habitualmente pago, e, de outro, pelos benefícios de qualquer natureza e verbas de representação recebidos pelos administradores, dos quais ainda se tratará neste capítulo.

O entendimento histórico e o tratamento prático e rotineiro da matéria, contudo, ensejaram o desenvolvimento de um sentido mais genérico para a expressão "remuneração dos administradores". A existência dessa acepção mais ampla é evidente, por exemplo, na corriqueira contraposição que se faz entre "remuneração fixa" e "remuneração variável". A última geralmente diz respeito à participação nos lucros, que é expressamente excluída da definição técnica e específica de "remuneração".

Nesse sentido amplo, o termo "remuneração dos administradores" compreende todas e quaisquer contraprestações atribuídas aos administradores em virtude do exercício de seu cargo e não apenas aquelas cujo valor guarda equivalência com os serviços prestados. Incluem-se em tal conceito amplo, portanto, todos os pagamentos e as vantagens, diretos ou indiretos, fixos ou variáveis, percebidos pelos administradores da sociedade. Esse conjunto genérico de prestações engloba, portanto, o pró-labore recebido habitualmente pelos administradores; os bônus de desempenho pagos em virtude da consecução de metas; a participação nos resultados oriundos dos lucros sociais; as vantagens indiretas, entre outros. Ou seja, segundo tal conceituação genérica, a remuneração dos administradores inclui não apenas a remuneração fixa, independente de

resultados, mas também a remuneração variável, que geralmente se subordina à obtenção de resultados e à existência de lucros.[71]

Parte das dúvidas relativas à definição da expressão "remuneração dos administradores" poderia ter surgido da própria redação da Lei nº 6.404, de 1976, que, em uma primeira leitura, parece ter empregado a expressão indistintamente, em seus dois sentidos. De fato, embora o subtítulo que inicia a disciplina do pagamento aos administradores seja denominado "Remuneração", o que poderia indicar o emprego da expressão em sentido genérico, o fato é que o *caput* e os parágrafos do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, diferenciam a remuneração em sentido estrito da participação nos lucros dos administradores.

Nesse sentido, A. LAMY FILHO, ao comentar os conceitos acima mencionados à luz dos dizeres da lei, esclareceu que: "[r]emuneração, nos termos da lei de anônimas, é a contraprestação devida pela sociedade ao administrador pelos serviços e responsabilidades a que se obriga ao aceitar a investidura, haja ou não lucros; compreende por isso tudo que lhe é pago pelo exercício da função – exclusive a participação nos lucros".[72]

---

[71] A variação do entendimento histórico e prático sobre o conceito de "remuneração dos administradores" é confirmada por A. LAMY FILHO, cf.: "[o] Decreto-lei nº 2.627 usava a palavra 'remuneração' como abrangente não apenas da compensação devida ao administrador, houvesse ou não lucros no exercício, como ainda à participação que lhe pudesse caber nos mesmos lucros (...). Na vigente Lei nº 6.404 'remuneração' é especificamente usada (art. 152) como a contraprestação devida aos administradores, independentemente da existência de lucros, e que poderá ser acrescida da participação (se assim dispuser o estatuto) até o limite daquela remuneração (vide §1º do art. 152 e art. 190), cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, in *A lei das S.A.,* Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 397. Cf. também A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 36. Vale ressalvar que o presente trabalho não focará a diferenciação existente entre salário e remuneração recorrente na esfera do direito do trabalho, uma vez que se pretende adotar uma perspectiva que ressalte as principais questões relacionadas ao direito societário, mercado de capitais e relações empresariais. Vale ressalvar ainda que também não serão discutidos, a não ser na medida do estritamente necessário para a compreensão da matéria, aspectos tributários ou contábeis. Para uma definição da expressão "remuneração dos administradores" para fins contábeis, cf. Deliberação CVM nº 642, de 2010 e Deliberação CVM nº 650, de 2010.

[72] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 395 e 402. Vale transcrever também a definição talhada por A. XAVIER: "[a] remuneração a que alude o caput do art. 152, é, pois, a contraprestação de uma prestação de serviço, baseando-se num princípio de equivalência jurídico econômica entre benefício auferido e custo suportado para a sua obtenção. E isso seja qual for a forma jurídica de que essa remuneração se reveste, pro labore fixo ou variável, senha de presença, emolumento ou honorário; e seja pago em dinheiro, seja em espécie", cf. *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 36.

Assim, parece que o principal critério de diferenciação estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, é o da existência de relação de equivalência jurídico-econômica entre benefício auferido pelo administrador e custo suportado para a sua obtenção. Se os valores pagos aos administradores forem jurídica e economicamente equivalentes aos custos por eles incorridos no desempenho dos serviços que prestam em favor da sociedade, então se cuida de remuneração em sentido estrito. Diferentemente, se os pagamentos realizados não forem equivalentes jurídica e economicamente ao valor objetivo dos serviços prestados pelos administradores, por exemplo, porque a relação de equivalência se dá com os resultados obtidos pela companhia, então se trata de remuneração em sentido amplo, incluindo, nesse caso, a participação nos lucros e eventualmente alguns tipos de opção de compra de ações.

O presente trabalho procura realizar uma interpretação técnica dos conceitos formais constantes da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, o estudo dos possíveis entendimentos atribuídos à expressão "remuneração dos administradores" é importante para uma compreensão precisa da matéria. No entanto, a partir de uma perspectiva substancial e prática, dois fatores relativizam a importância das diferenciações acima traçadas.

Em primeiro lugar, do ponto de vista societário, a assembleia geral será sempre o órgão competente para fixar a remuneração dos administradores, seja em sentido estrito, seja em sentido amplo. Com efeito, nos termos do art. 152, caput e §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a assembleia deve fixar o pró-labore, os benefícios indiretos e as verbas de representação, bem como a participação nos lucros. Ademais, nos termos do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, a assembleia é competente para aprovar a outorga de opção de compra de ações aos administradores.

Em segundo lugar, a Instrução CVM nº 480, de 2009, adotou uma conceituação bastante ampla da expressão "remuneração dos administradores". De fato, nos termos do item 13, da Instrução CVM nº 480, de 2009, as companhias abertas passaram a estar obrigadas a divulgar de forma detalhada, sob a rubrica "remuneração dos administradores", todos os valores recebidos pelos executivos a título de: salário ou pró-labore; benefícios diretos e indiretos; remuneração por participação em comitês; bônus; participação nos resultados; remuneração por participação em reuniões; comissões; benefícios pós-emprego;

benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; remuneração baseada em ações e eventuais outros valores pagos aos administradores. A seção 3.13 analisa com maiores detalhes a Instrução CVM nº 480, de 2009.

Por essas razões, e considerando ainda a inexistência de um termo que encerre o mesmo sentido semântico da expressão "remuneração dos administradores", este trabalho adotará os sentidos amplo e restrito dessa expressão, sendo a diferença sempre perceptível pelo contexto dos capítulos e seções. Quando o trabalho empregar a expressão "remuneração de administradores" em sentido amplo, incluem-se a participação dos lucros e as opções de compra de ações. Quando a empregar em sentido estrito, referir-se-á ao pró-labore, aos benefícios indiretos e as verbas de representação.[73]

3.2. Evolução histórica da disciplina da remuneração dos administradores.

O conjunto de regras que disciplinam a remuneração dos administradores decorre da natureza jurídica que se atribui à relação existente entre a companhia e seus administradores. Por sua vez, a natureza jurídica da relação entre os membros da administração e a companhia é diretamente decorrente da concepção de interesse social adotada, de modo que a evolução histórica do entendimento doutrinário relativo a uma está ligada de maneira indissociável ao caminho histórico percorrido pela outra.

3.2.1. Interesse social.

Originalmente, o interesse social era concebido, de maneira até relativamente prosaica, como o interesse dos próprios sócios. Em um contexto histórico de exaltação das teorias de direto privado, a teoria contratualista clássica concebe o interesse social como coincidente com o interesse do grupo atual de sócios. Nesse contexto, o interesse social não é um conceito abstrato, cuja existência se desvincula autonomamente da vontade dos sócios. Trata-se de um conceito puramente concreto quando comparado ao interesse dos

[73] Procurou-se, assim, seguir, com cautela, a lição de F. K. COMPARATO, que ao discutir o conceito de "controle", esclareceu que "[o] primeiro cuidado a se tomar, numa disquisição sobre tema ainda inabitual na ciência jurídica, é estabelecer os sentidos da palavra 'controle', isto é, principiar pelas definições lexicais, como recomendam, com razão, os adeptos da *analytical jurisprudence*. Não se cuida, assim, em saber, de início, o que é controle, qual a sua natureza ou a sua essência – indagações clássicas da teoria jurídica – porém, mais prudentemente, em que sentido empregamos o vocábulo, na linguagem vulgar e nos textos normativos", cf. *O poder de controle na sociedade anônima*, 3ª Ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983, p. 11.

sócios, uma vez que com ele se identifica. O resultado último dessa concepção contratualista está na identificação do interesse da sociedade, vista como coisa própria dos sócios, ao interesse dos sócios.[74]

Não se identifica na literatura uma ruptura abrupta com a visão contratualista. Histórica e paulatinamente, a crescente integração entre direito societário e mercado de capitais fragiliza a concepção contratualista clássica e expõe a sua insuficiência. Conforme as sociedades abertas passam a captar recursos junto ao público, reunindo investidores anônimos entre si, inviabiliza-se a identificação entre interesse social e interesse dos próprios sócios atuais. A teoria contratualista clássica é revista, dando origem ao contratualismo moderno, que concebe o interesse social não apenas como aquele definido exclusivamente em razão do interesse do grupo de sócios atuais, mas sim como aquele consistente na "maximização do valor de venda das ações do sócio".[75]

Essa concepção, no entanto, demonstrou fragilidades principalmente práticas. A identificação pretendida pela teoria contratualista moderna poderia gerar uma busca desmedida pela maximização do valor das ações, legitimando comportamentos oportunistas por parte dos controladores ou dos administradores, tais como a adoção de fraudes e práticas contábeis permissivas que envolvessem, por exemplo, maquiagem e manipulação de informações financeiras da companhia.

À insuficiência da teoria contratualista seguiu-se uma tendência de ampliação do conceito de interesse social. Conhecido como marco histórico inicial da teoria institucionalista, o estudo realizado por W. RATHENAU durante a grave crise econômica da Alemanha que sucedeu ao término da primeira guerra mundial caracteriza a sociedade de grande porte como uma ferramenta imprescindível para o soerguimento econômico do país. Segundo tal estudo, de raízes eminentemente econômicas, a grande empresa teria

[74] O exemplo mais representativo dessa concepção talvez esteja em A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Rivista delle società*, 1959, p. 617.

[75] Cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), p. 31. O autor observa que as alterações no ambiente societário, especialmente a maior integração entre direito societário e mercado de capitais, levaram o contratualista P. G. JAEGER a rever sua posição 40 anos depois de formulada sua primeira teoria sobre o interesse social. Revisitando a teoria, P. G. JAEGER passaria então a identificar o interesse social ao interesse na obtenção do *shareholder value*, não mais ao interesse dos sócios atuais, conforme a teoria contratualista clássica o fazia.

uma função de interesse público, e não meramente privado, de modo que o interesse social não poderia ser reduzido unicamente ao interesse dos sócios.[76]

Há, portanto, uma relativização da repercussão e influência do interesse dos próprios sócios no interesse social. A figura primordial e mais representativa desse movimento consiste na edição, entre 1952 e 1976, de leis na Alemanha que regulamentam a participação dos trabalhadores na administração das grandes sociedades. A participação dos trabalhadores nos órgãos diretivos da companhia trouxe à luz a ideia de que o interesse social não se resume ao interesse dos sócios ou mesmo à maximização dos lucros, mas sim que ele se identifica com a preservação da empresa enquanto instituição necessária ao desenvolvimento nacional. O interesse social deve se harmonizar com os diversos interesses envolvidos, quais sejam, os dos diversos sócios e os dos trabalhadores, identificando-se, dessa forma, com a preservação da empresa.[77]

O pensamento institucionalista e a concepção da sociedade anônima como instituição permanente e autônoma em relação interesse dos sócios e ferramenta indispensável ao desenvolvimento econômico abrem margem para a aplicação às companhias de uma série de entendimentos teóricos, especialmente de cunho jurídico-econômico. De um ponto de vista que leva em consideração uma perspectiva econômica do direito, a sociedade é vista como um feixe de contratos (*nexus of contracts*).[78]

Nessa definição, C. SALOMÃO FILHO adverte que o interesse social não pode ser mais identificado nem com o puro interesse dos sócios, como concebido pela teoria contratualista, nem com o interesse na preservação da empresa, como preconizado pelo institucionalismo. De acordo com o referido autor, adotando-se essa perspectiva jurídico econômica, o interesse social é explicado a partir da teoria do contrato organização,

---

[76] Cf. RATHENAU, Walter, *Do sistema acionário: uma análise negocial*, trad. LAUTENSCHLEGER JR., Nilson, in *RDM*, nº 128, out./dez., 2002, pp. 199 e ss.

[77] Cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), pp. 35/36.

[78] Cf. M. C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit. (nota 36 supra), pp. 310/311. Vale transcrever o seguinte trecho da citada obra: "[t]he private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals". V. também F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, cit. (nota 39 supra), pp. 8/14.

também denominada organicista, segundo a qual "é no valor organização e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes ou em um interesse específico à autopreservação que se passa a identificar o elemento diferencial do contrato social". O interesse social passa a ser encarado como a estruturação mais adequada para organizar e harmonizar os diversos grupos de interesses envolvidos nesse feixe de contratos que é a sociedade.[79]

A teoria do contrato organização parece a mais adequada para conciliar os objetivos perquiridos pelas teorias clássicas. De um lado, seu enfoque na eficiência e na diminuição dos custos de transação possibilita a maximização do valor dos ativos dos acionistas. De outro, ao organizar os interesses em jogo, a teoria organicista possibilita o enfoque da sociedade como "célula propulsora do desenvolvimento", propugnado pela teoria institucionalista.[80]

A teoria organicista, de um lado, permite ainda integrar os interesses que a companhia entenda por bem internalizar, permitindo uma solução interna dos conflitos daí eventualmente provenientes. De outro, permite, ainda, externalizar os interesses que não poderiam ser solucionados por medidas internas, relegando-os para o devido endereçamento legislativo.

Assim, interesses externos que possam prejudicar a estrutura decisória da sociedade, por exemplo, deverão ser tutelados por leis próprias, tal como ocorre com determinadas questões ambientais. Por outro lado, os interesses da comunidade de agentes que se relaciona constantemente com a atividade empresarial, tais como os consumidores, trabalhadores, credores e fornecedores, poderão ser interiorizados, no melhor interesse da sociedade, seguindo-se critérios orientadores como a tríade "prosperidade-rentabilidade-distribuição equitativa de resultados a longo prazo".[81]

---

[79] Cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), p. 45.

[80] C. SALOMÃO FILHO salienta ainda que a teoria organizativa "[p]ossibilita a proteção dos interesses e a solução interna de conflitos que podem ser bem atingidos por regras organizativas internas, e a externalização daqueles que não podem, acompanhada então de uma correta mediação legislativa do conflito", cf. *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), p. 52. O citado estudo é uma fonte bastante precisa para um aprofundamento da teoria organicista, bem como para um maior detalhamento da evolução histórica que afetou os entendimentos contratualista, institucionalista e organicista.

[81] Essa tríade orientadora foi concebida por E. S. MUNHOZ, cf. *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, (nota 62 supra),

3.2.2. Remuneração dos administradores.

Porque a natureza da relação entre administrador e sociedade decorre da concepção de interesse social adotada, a análise do exercício da administração e da remuneração atribuída aos administradores passou por evolução histórica e doutrinária semelhante àquela que foi relatada acima.

No Brasil, a disciplina da remuneração dos administradores de sociedades anônimas evoluiu de acordo com a vigência de quatro normas, a saber: (i) o Decreto nº 434, de 1891; (ii) o Decreto-lei nº 2.627, de 1940; (iii) a Lei nº 6.404, de 1976; e (iv) a Lei nº 9.457, de 1997.

Durante a vigência do Decreto nº 434, de 1891, havia possibilidade de exercício da função de administrador de sociedade anônima a título gratuito. Segundo o entendimento contratualista prevalecente até então, o exercício da administração da sociedade decorreria da própria qualidade de sócios (*status socii*), a eles incumbindo a função de administrar a companhia.

De acordo com esse entendimento, a sociedade, enquanto arranjo convencionado entre seus proprietários com a finalidade de reunir esforços em busca de um escopo comum (lucro), é encarada como "coisa dos sócios", sendo por eles gerida e administrada. A natureza da relação entre sociedade e administradores é nitidamente contratual.

Essa "situação contratual" decorria dos próprios termos da lei. A relação de mandato era expressamente mencionada pelo art. 97, §1º, do Decreto-lei nº 434, de 1891, e, antes dele, pelo art. 9º da Lei nº 3.150, de 1882, que estabelecia que "as sociedades ou companhias anônimas serão administradas por mandatários".[82]

---

pp. 132/135. Para um aprofundamento da discussão sobre o interesse social v. também E. S. MUNHOZ, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002.

[82] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, São Paulo, RT, 1989, p. 145.

Predominava, assim, a ideia de que os sócios exerciam os cargos de administradores puramente na qualidade de integrantes do quadro social, atuando como naturais mandatários da sociedade ou locadores de serviços. Os sócios administradores, dessa forma, exercem tal função de forma gratuita, afinal, segundo o pensamento contratualista, teriam deliberadamente resolvido se sujeitar a um risco empresarial e já seriam "remunerados" com os lucros auferidos pela sociedade.

Em outras palavras, a "remuneração" dos sócios administradores estaria embutida nos lucros auferidos pela sociedade e distribuídos aos sócios. Dessa maneira, a contrapartida ao exercício da administração seria a própria percepção dos lucros da sociedade, estando, portanto, restrita aos próprios frutos decorrentes do sucesso do negócio, sempre eventual.[83]

Em larga medida, essa tendência se devia à identificação entre os proprietários do capital e os gestores do empreendimento. Por esses mesmos motivos, tendência semelhante foi contemplada no direito norte americano, em que primitivamente também se vislumbravam sócios que detinham participações acionárias relevantes exercendo seus cargos de administração a título gratuito.[84]

Segundo L. G. P. B. LEÃES, duas razões levavam ao princípio da gratuidade. Em primeiro lugar, o exercício de funções administrativas sempre por sócios, seria explicável pelo interesse que o administrador já tem na sociedade, de modo que sua remuneração se exauriria nos próprios lucros sociais. Em segundo lugar, a relação jurídica existente entre os administradores e a sociedade era concebida como sendo de mandato, o qual, por natureza, era gratuito.[85]

Não espanta que a concepção contratualista tenha prevalecido durante muito tempo no Brasil, uma vez que tendência semelhante predominou por longos anos no direito

[83] Cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, v. 2, Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 424; e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, 5ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 250.

[84] Vale transcrever: "[i]n former times, directors of corporations served without pay, perhaps because they were often large shareholders in their own right and thus had strong personal incentives to become directors", cf. R. C. CLARK, *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986, p. 191.

[85] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 148.

comparado. Esse entendimento foi prevalecente até mesmo no direito anglo saxão, que lançava mão das figuras do mandato (*agency*) e da fidúcia (*trust*) para qualificar as relações com os administradores das companhias.[86]

Todavia, aos poucos, a concepção contratualista mostrou-se insuficiente para explicar a relação entre sociedade e seus administradores. A dimensão conceitual do mandato não compreendia as especificidades do regime peculiar de poderes e deveres a que estão sujeitos os administradores em relação aos acionistas da companhia.

Esse conjunto de poderes e deveres não é proveniente de um contrato celebrado entre a companhia e os administradores. Segundo os autores que criticavam a tese do mandato, os administradores são responsáveis por desempenhar uma função submetida a um estatuto peculiar que lhes impõe obrigações e responsabilidades. A relação entre administradores e sociedade seria, dessa forma, orgânica, e não contratual, regida por um regime fiduciário estabelecido nas leis societárias e nos documentos internos da companhia (*fiduciary relationship*).[87]

De acordo com essa perspectiva orgânica – já oriunda da percepção institucionalista da sociedade anônima – , há uma identificação entre a pessoa jurídica e os seus órgãos, não havendo distinção de vontades. Os efeitos da atividade jurídica dos órgãos da companhia repercutem na própria esfera jurídica da sociedade, uma vez que não há aquele "desdobramento entre atividade jurídica imputada ao agente, e os efeitos da mesma, imputadas ao interessado, que é característico, p. ex., das modalidades de representação". Os administradores são vistos como uma extensão da sociedade.[88]

Assim, com o passar do tempo e a verificação de circunstâncias tais como (i) o incremento das relações comerciais; (ii) a relativa sofisticação do ambiente empresarial; (iii) a possibilidade de destituição dos administradores a qualquer tempo (*ad nutum*); (iv) a

---

[86] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 145. O autor apresenta também exemplos específicos de como essa concepção vigorou no direito francês, italiano, espanhol e alemão

[87] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), p. 395.

[88] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração,* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, São Paulo, RT, 1989, pp. 182/183.

ausência de garantias de estabilidade no cargo; e, principalmente, (v) a preocupação, cada vez maior, com a imputação de responsabilidades às sociedades e aos seus administradores, houve também um movimento de profissionalização da administração das companhias.

O entendimento institucionalista que começa a tomar forma preconiza que as atividades desempenhadas por aqueles que exercem a administração de uma sociedade profissionalmente são incompatíveis com a gratuidade até então observada. Essas conclusões são alcançadas por dois motivos. Primeiro, porque passa a haver uma profissionalização da atividade de administração e os respectivos cargos deixam de ser exercidos unicamente pelos sócios, para contar em grande medida com profissionais especializados. Segundo, porque se consolida o entendimento de que as responsabilidades assumidas na gestão da companhia são incompatíveis com a gratuidade.

Para a percepção institucional, assim, a remuneração é intrínseca ao exercício da atividade de administração de companhias, atividade essa que se desenvolve em bases profissionais. Na percepção institucional há uma relação orgânica entre sociedade e administradores, e o regime a que eles estão sujeitos é oriundo do estatuto legal a que eles se vinculam, não de um contrato por eles celebrado. A situação a que se sujeitam os agentes não é proveniente de um ajuste de vontades – não é uma "situação contratual" –, mas antes decorre da lei e dos documentos societários da companhia, que preveem a remuneração dos administradores. A concepção *ex contractu* é, assim, substituída pela concepção de natureza *ex lege* da relação entre administradores e sociedade.[89]

A concepção organicista foi adotada pelo Decreto-lei nº 2.627, de 1940, documento legislativo de caráter notadamente mais institucionalista.[90] Nesse novo contexto, segundo VALVERDE, não se poderia compreender o exercício gratuito do cargo de administrador, haja vista a assunção das responsabilidades extraordinárias intrínsecas a essa atividade.[91] Afinal, desde há muito se sabe que os padrões de diligência a que se sujeitam os empresários são distintos e mais exigentes. A percepção do mercado a respeito da

[89] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 145.

[90] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 250; e L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 147.

[91] Cf. T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra), p 20.

assunção de riscos, e responsabilidades, bem como do desempenho de tarefas por vezes complexas e exigentes, foi alterada, de modo que a gratuidade no exercício do cargo deixou de ter sentido.[92]

Vale transcrever trecho de julgado proferido à época, em que se registrou essa mudança de paradigma: "[n]a técnica de nosso direito, a remuneração pro labore de diretores de sociedade anônima é gratificação por mandato *sui generis*, dada a posição de administrador, como órgão dirigente da sociedade. O Decreto-lei nº 2.627, de 1940, mostra que os representantes das sociedades anônimas não exercem propriamente mandato por exercitarem funções de direção como chefes. No direito comercial não se presume a gratuidade de serviços".[93]

Assim, com o advento do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, a remuneração dos administradores deixou de ser uma possibilidade e passou a ser obrigatória. Os estatutos deveriam regular a maneira por que seriam remunerados os administradores (art. 116, §1º, b),[94] bem como as condições de pagamento das percentagens sobre os lucros líquidos (art.

---

[92] Vale transcrever os seguintes trechos, a título ilustrativo: "[a] gratuidade quase se não compreende aqui. Além de oferecer o serviço remunerado melhores garantias, ninguém aplica atividade e diligência em negócios alheios nem assume responsabilidades sem estipêndio", J. X. CARVALHO DE MENDONÇA, *Tratado de direito comercial brasileiro*, cit. (nota 1 supra), p. 48; "[o] exercício das funções de diretor há de ser remunerado. Pela lei anterior, podia ser gratuito. Não se compreende que quem dirige uma sociedade de fim lucrativo e assume responsabilidades não pequenas exerça o cargo sem nada receber. Só na sociedade de família podia isso acontecer", T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra), p. 20; "[d]estinando-se a sociedade anônima, como toda sociedade mercantil, a fim lucrativo; devendo administrar-se por um ou mais diretores, acionistas ou não, obrigados a empregar, no exercício de suas funções, tanto no interêsse da emprêsa (sic), como no bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma desenvolver na administração de seus negócios – nada mais natural é que tais diretores sejam devidamente remunerados por seus serviços", W. FERREIRA, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, cit. (nota 1 supra), pp. 544/545; e "[o] trabalho, mui especialmente o trabalho técnico, de homens dinamicos e empreendedores, que estão proporcionando o progresso sempre crescente da empreza (sic) que dirigem, deve ser bem, muito bem remunerado", cf. Apel. do Tribunal de Justiça de Alagoas nº 3.330, Rel. Des. Meroveu Mendonça, in *Revista de Direito Mercantil*, v. II, 1952, p. 532. Vale notar que mesmo antes do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, algumas vozes na doutrina nacional já questionavam o exercício gratuito da função de administrador, "mal se compreendendo que o administrador aplicasse a sua atividade, e diligência, em negócios alheios, assumindo responsabilidade, sem receber qualquer vantagem, superior a dos outros acionistas, que se limitam a esperar passivamente os resultados da gestão", cf. S. VAMPRÉ, *Tratado Elementar de Direito Comercial*, v. 2, Rio de Janeiro, F. Briguet & Cia., 1922, p. 262.

[93] Cf. Apel. do Tribunal de Apelação do Distrito Federal nº 847, Rel. Des. Oliveira Figueiredo, in *Revista Forense*, Rio de Janeiro, 1944, pp. 98/99.

[94] "Art. 116. A sociedade anônima ou companhia será administrada por um ou mais diretores, acionistas ou não, residentes no país, escolhidos pela assembléia geral, que poderá destituí-los a todo tempo.(...)

§ 1º Dos estatutos deverão constar: (...)

b) o seu número e a maneira por que serão remunerados".

134).[95] A obrigatoriedade da remuneração representava mais uma decorrência, dentre outras que poderiam ser indicadas no novo diploma legislativo, da adoção pelo novo regime de uma posição que começava a se mostrar consentânea com a concepção institucionalista da sociedade anônima.[96]

De um lado, ao tornar a remuneração dos administradores obrigatória, o legislador compatibilizou a prática societária com o enfoque organicista por ele agora adotado. De outro, e como uma decorrência da própria previsão legal da remuneração dos administradores, o legislador procurou impor controles, ainda que inicialmente pouco sofisticados, para evitar que vultosos montantes fossem fixados a título de remuneração, desviando o lucro líquido dos acionistas. Embora a praxe até a edição do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, fosse a gratuidade, a verdade é que alguns abusos já ocorriam em virtude da mera possibilidade de o cargo de administrador ser exercido mediante estipêndio, e uma das finalidades do novo diploma foi também coibir tais abusos.[97]

Com a superveniência de um novo regime legislativo, as sociedades anônimas trafegaram de um extremo ao outro: enquanto sob a vigência do Decreto-lei nº 434, de 1891, o que prevalecia era a gratuidade no exercício do cargo de administrador, após a edição do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, o cenário brasileiro passou a observar diversos abusos no que diz respeito às remunerações dos administradores das sociedades anônimas.

Tais abusos foram registrados no Simpósio Sobre a Reforma das Sociedades Anônimas, reunido em 1970, em São Paulo, em que se consignou que: "[a] experiência vem revelando que o tratamento legal do problema da remuneração dos diretores é

[95] "Art. 134. Os estatutos sociais regularão o modo de dedução e as condições de pagamento das percentagens sobre os lucros líquidos que forem atribuídos, como remuneração, aos diretores. Qualquer que seja a forma de dedução adotada, os diretores não poderão receber percentagem alguma sobre os lucros líquidos verificados nos balanços em que não for distribuído aos acionistas um dividendo à razão de 6% ao ano, no mínimo, observadas as disposições legais quanto às quotas que devam ser creditadas ao fundo de reserva".

[96] Cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 425.

[97] Ao comentar a inserção desse dispositivo na lei, T. M. VALVERDE observou que ela "[v]isou, antes de tudo, por têrmo, à praxe abusiva de os diretores se atribuirem e receberem grossas remunerações, tendo por base os lucros líquidos do exercício os quais, no entanto, não eram partilhados pelos acionistas, sob os mais variados pretextos", cf. *Sociedade por Ações*, cit. (nota 1 supra), p. 196.

absolutamente inadequado, porque vem permitindo intoleráveis descomedimentos e abusos".[98]

A lei não continha limites quantitativos nem parâmetros para a fixação da remuneração dos administradores. O único limite quantitativo constante do documento não dizia respeito à remuneração propriamente dita, mas sim à distribuição de dividendos. Tratava-se da exigência de que houvesse distribuição de um dividendo de no mínimo 6% para que os administradores pudessem fazer jus a uma porcentagem dos lucros. Todavia, com o passar do tempo e a inflação crônica e galopante observada à época no país, tal limite logo deixou de ser uma restrição efetiva.[99]

Essa ausência de limites e de parâmetros para a fixação da remuneração dos administradores, aliada ao ambiente relativamente pouco sofisticado e regulado existente à época, possibilitaram a ocorrência de situações indesejáveis de abuso dos controladores das sociedades na atribuição da remuneração aos seus administradores, muitas vezes em prejuízo da sociedade e dos acionistas minoritários.

Um caso que exemplifica bem os abusos que passaram a ocorrer sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, foi apreciado pelo Tribunal de Justiça Alagoas. Segundo a ação proposta por um acionista minoritário da Companhia Fiação e Tecidos Norte Alagôas S.A., a remuneração fixada aos administradores da companhia teria ultrapassado os usos e costumes então vigentes na praça em que localizada a companhia.

Os sucessivos aumentos da remuneração dos diretores teriam sido realizados com o intuito de prejudicar os acionistas minoritários. Assim, os acionistas majoritários estariam praticando verdadeira opressão contra os minoritários, violando o tratamento equitativo entre acionistas através da fixação de remuneração exorbitante para os diretores da sociedade. Ademais, sob o disfarce de remuneração, os acionistas majoritários estariam

[98] Simpósio Promovido pela Federação das Indústrias de São Paulo e pelo Instituto de Direito Comparado da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, entre juristas e empresários, cf. R. REQUIÃO, *Curso de Direito Comercial*, v. 2, 29ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2012, pp. 260/264.

[99] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 396/397.

artificiosamente realizando distribuição desigual de lucros, burlando o dispositivo legal então vigente.

A ação foi julgada procedente em primeira instância, determinando-se a anulação da assembleia em que havia sido deliberado o aumento da remuneração dos administradores, bem como a restituição à sociedade da diferença até então por eles recebida. Em sede de apelação, o Tribunal de Justiça de Alagoas reformou em parte a sentença, apenas para excluir a condenação dos honorários de advogado e a obrigação dos administradores de restituir as importâncias por eles já recebidas. Quanto à anulação da assembleia que deliberou o aumento da remuneração dos administradores, a sentença foi mantida pelo tribunal, sob o argumento de que o poder da assembleia de fixar a remuneração dos administradores não seria ilimitado e de que a fixação de remuneração exagerada constituiria abuso de direito, legitimando os acionistas prejudicados a pleitearem a anulação da assembleia.[100]

Embora a lei não contivesse limites quantitativos, W. FERREIRA observou, em parecer emitido justamente para o caso julgado pelo Tribunal Justiça de Alagoas, que a remuneração dos administradores deveria ser consonante com os usos e costumes da praça, princípio encravado no art. 291 do Código Comercial, de 1850 ("as leis particulares do comércio, a convenção das partes sempre que lhes não fôr contrária e os usos comerciais

[100] Na ação movida originariamente, o autor pretendia obter a anulação integral das deliberações tomadas pela assembleia geral extraordinária de 27.07.1948 e parcial das da assembleia geral extraordinária de 13.06.1951, quanto aos aumentos de ordenados e porcentagens sobre os lucros líquidos, bem como a restituição da quantia de CR$2.411.000,00 recebida ilicitamente pelos diretores dos cofres sociais até a data da inicial, quantia a que deveriam ser acrescidos CR$123.000,00 mensais, correspondentes à diferença entre os ordenados atuais e os anteriores à assembleia geral extraordinária de 22.06.1948. Instada a se manifestar, a Junta Comercial declarou "não ter encontrado nenhum registro ou assento sobre qualquer costume ou uso comercial a respeito de remuneração ou gratificação atribuídas pelos estatutos de sociedades anônimas a seus diretores ou administradores". Os limites então fixados pelo regulamento do imposto de renda seriam assim estabelecidos apenas para efeitos fiscais. A ação foi julgada procedente em primeira instância, voltando a vigorar a remuneração anteriormente estabelecida. Aos administradores foi determinado que restituíssem a diferença percebida. De acordo com a sentença, a assembleia "[a]giu, não há dúvida, imoderadamente, de modo anormal, senão temerário. Ninguém ignora que a sociedade anônima, como sociedade mercantil, destina-se a fim lucrativo (Waldemar Ferreira); assemelha-se, como bem frisou o autor 'a uma máquina de fazer dividendo: é uma instituição destinada a fazer lucros e os atos dos diretores devem cingir-se àquela finalidade, pois eles administram patrimônio alheio' (Miranda Valverde), de modo que, se lícito fosse deliberar estouvadamente, como deliberou a assembléia de 12 de junho de 1951, poderíamos assistir a poderosas assembléias encaminharem seus lucros para o bolso dos seus diretores, enquanto que os acionistas permaneceriam privados da participação eqüidosa desses lucros e, assim, estaria arredada a finalidade das sociedades anônimas", cf. Apel. do Tribunal de Justiça de Alagoas nº 3.330, Rel. Des. Meroveu Mendonça, in Revista de Direito Mercantil, v. II, 1952, pp. 528/553. Para comentários adicionais a esse caso, cf. R. C. GUIMARÃES, *Sociedade por Ações*, cit. (nota 1 supra), pp. 183 e ss.

regulam toda a sorte de associação mercantil"). Segundo o autor, tal paradigma deveria ser por todos observado, inclusive pelos acionistas no momento da fixação da remuneração dos administradores, a fim de se evitarem abusos.[101]

Esse seria, então, o embrião dos parâmetros posteriormente estabelecidos pela Lei nº 6.404, de 1976, como forma de se impedir a ocorrência de abusos e garantir aos interessados a possibilidade de eventual questionamento.

A preocupação com os excessos que vinham sendo observados até então integrou também a Exposição Justificativa da Lei nº 6.404, de 1976, nos seguintes termos: "[n]o que toca à remuneração dos administradores – ponto de relevo, pois há que conciliar-se o interesse em mobilizar o bom técnico, que exige remuneração adequada, com o objetivo de evitar notórios abusos de acionistas majoritários, que se elegem para se atribuírem honorários sem proporção com os serviços prestados, e que equivalem à distribuição de lucros – o projeto fixa alguns parâmetros que permitem à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a existência ou não de abusos da maioria".[102]

Em relação à remuneração dos administradores, a Lei nº 6.404, de 1976, foi editada em um contexto moralizador, com o intuito principal de coibir as abusivas remunerações concedidas até então. O diploma instaurou o arcabouço legislativo atualmente vigente no que diz respeito à remuneração dos administradores das sociedades anônimas, estabelecendo parâmetros gerais para a atribuição da remuneração aos administradores e instituindo alguns limites quantitativos. Esses parâmetros e limites serão explorados de maneira mais detalhada na sequência do trabalho.

Por ora, cumpre dizer que o estabelecimento de tais parâmetros e limites pela Lei nº 6.404, de 1976, foi condizente não apenas com a preocupação do legislador com os abusos

[101] Vale transcrever a observação do autor: "[e]m tais condições, a remuneração dos diretores de sociedades anônimas, como os de toda a sorte de sociedade de mercantil, deve consoar com os usos e costumes de cada praça, pois que, segundo o velho ditado, cada terra tem seu uso e cada roca o seu fuso", Cf., W. FERREIRA, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, cit. (nota 1 supra), pp. 528/553.

[102] Cf. Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda nº 196, de 24.06.1976, in Diário do Congresso Nacional, Seção 1, Suplemento ao nº 85, de 07.08.1976.

então existentes, mas também com o caráter institucional adotado pela nova lei. Por isso, A. LAMY FILHO esclarece que a remuneração dos administradores no âmbito da Lei nº 6.404, de 1976, "não se trata de contraprestação contratual, mas de uma remuneração de caráter institucional, estatutária".[103]

A edição da Lei nº 9.457, de 1997, por sua vez, ampliou a competência da assembleia geral para, além de fixar a remuneração dos administradores, fixar também os benefícios de qualquer natureza e verbas de representação a que os administradores farão jus. Essa alteração teve o escopo de restringir ainda mais as possíveis irregularidades relativas à atribuição de remunerações excessivas aos administradores em detrimento da companhia.

Essa alteração demonstra, portanto, o intuito moralizador do legislador de 1997, e teve por finalidade precípua a tentativa de estancar os excessos que vinham sendo cometidos mediante outorgas de remuneração indireta aos administradores, a qual muitas vezes se mostrava superior à própria remuneração direta percebida por esses administradores.[104]

Essa iniciativa do legislador representa, ainda, o seu intuito modernizador. Conforme ganharam importância os benefícios indiretos e as verbas de representação, o legislador procurou acompanhar as transformações nas modalidades de remuneração atribuídas aos administradores.

3.3. Tipos de remuneração dos administradores na Lei nº 6.404, de 1976

Considerando-a em sentido amplo, a remuneração dos administradores pode ser classificada de acordo com dois critérios: o critério forma de pagamento e o critério valor.

3.3.1. Critério forma

[103] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 395 e 402.

[104] Cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 426.

Em primeiro lugar, de acordo com o critério forma, a remuneração tem os seguintes desdobramentos: (a) remuneração direta, que consiste no pró-labore habitualmente recebido pelos administradores; e (b) remuneração indireta, consistente nos benefícios de qualquer natureza e verbas de representação que o administrador receba da companhia.[105]

A remuneração indireta, também chamada de *fringe benefits*, consiste nas vantagens indiretas que o administrador tem em razão do exercício do seu cargo. Compõem a categoria de remuneração indireta carros da companhia, seguros, cursos, imóveis para residência, cartões de crédito, entre outras que o administrador pode ter em decorrência de ocupar a administração da companhia.[106]

Também compõem a remuneração indireta as verbas de representação, consistentes em eventuais reembolsos a que o administrador faça jus em razão da promoção dos negócios da companhia em viagens e outros deslocamentos.[107]

Como fruto não apenas do intuito moralizador que veio acompanhando o legislador na evolução histórica da disciplina da remuneração dos administradores, mas também da experiência internacional, notadamente os abusos observados em muitas companhias americanas com relação à remuneração indireta, o legislador brasileiro preocupou-se em dar um tratamento adequado aos benefícios indiretos e às verbas de representação eventualmente recebidas pelos administradores.

Como visto na seção anterior, a partir da edição da Lei nº 9.457, de 1997, apenas a assembleia geral tem competência para fixar a remuneração indireta dos administradores. Anteriormente à edição do referido diploma, havia o costume de o conselho de administração ou a diretoria se autoconcederem benefícios ou verbas de representação a título de remuneração indireta.

---

[105] Cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 428; A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra); e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra).

[106] Segundo o Black´s Law Dictionary: "Fringe benefit – A benefit (other than direct salary or compensation) received by an employee from an employer, such as insurance, a company car, or a tuition allowance".

[107] A respeito das verbas de representação cf. R. CRISTIANO, *Órgãos da sociedade anônima*, cit. (nota 70 supra), p. 103.

Além disso, nos termos do art. 157, §1º, c, da Lei nº 6.404, de 1976, os administradores da companhia estão obrigados a informar à assembleia geral "os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo".

3.3.2. Critério valor

De acordo com o critério valor, a remuneração dos administradores pode ser classificada em (i) remuneração fixa; e (ii) remuneração variável.

A remuneração fixa consiste nas importâncias pagas periodicamente aos administradores a título de contraprestação pelos serviços prestados. Considerando que seu valor guarda relação de equivalência jurídico-econômica com os serviços prestados pelos administradores, a remuneração fixa é muitas vezes tratada na doutrina como a remuneração em sentido estrito.

A remuneração variável é toda aquela contraprestação devida pela sociedade aos administradores que se vincule a critérios que gerem mutabilidade dos valores devidos ao longo do tempo, tais como desempenho, resultados, metas e lucros. A modalidade mais fulgurante desse tipo de remuneração é a participação nos lucros sociais, sujeita à inconstante certeza sobre a existência dos lucros. A participação nos lucros constitui objeto do Capítulo 4 abaixo. Determinados planos de opção de compras de ações que se vinculem a metas, resultados, desempenho ou lucros a serem obtidos pelos administradores também constituem modalidades de remuneração variável. Das opções de compra se cuidará no capítulo 5 abaixo.

Os honorários recebidos pelos administradores em função da participação em reuniões (*jetons de présence*) também integrarão a remuneração variável quando o houver inconstância no número de reuniões.

3.4. Art. 152, *caput*, da Lei nº 6.404, de 1976: fixação da remuneração dos administradores

Segundo o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, a assembleia geral de acionistas tem poderes para fixar a remuneração dos administradores, inclusive os benefícios de qualquer natureza e as verbas de representação, em bases globais e/ou individuais. Para realizar essa fixação, a assembleia deverá levar em consideração os parâmetros responsabilidades, tempo dedicado às funções, competência e reputação profissional (habilitação, capacitação) e o valor dos serviços no mercado.

A análise desse dispositivo revela três focos principais de atenção, que devem ser observados em qualquer hipótese de fixação. Em primeiro lugar, a regra estabelece competência privativa da assembleia geral para fixar a remuneração dos administradores, em bases globais ou individuais. Em segundo lugar, por meio da instituição de determinadas balizas e critérios que devem nortear a deliberação da assembleia, o dispositivo estabelece o princípio de que a remuneração dos administradores deve ser razoável e adequada. Por fim, a assembleia geral tem competência privativa para fixar inclusive os benefícios indiretos e as verbas de representação. Esses focos de atenção serão tratados de maneira mais pormenorizada a seguir.

3.4.1. Competência para fixação da remuneração

De acordo com o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, "[a] assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação". Nos termos do referido artigo, a competência para fixação da remuneração dos administradores é, portanto, privativa da assembleia geral.[108]

[108] A esse respeito, é interessante registrar o seguinte precedente contrário ao entendimento acima exposto: "[a]ção de cobrança - sociedade anônima - remuneração dos administradores - fixação em reunião do conselho com a diretoria - delegação de poderes pela assembleia geral. A delegação de poderes emanada da assembleia geral, registrada em ata, autorizando reunião conjunta do conselho de administração com a diretoria para deliberar sobre a remuneração dos administradores - conselheiros e diretores -, não encontra óbice legal, já que o art. 122, da Lei 6.404/76, ao fixar os casos de competência privativa da referida assembleia geral, não dispôs sobre remuneração", TAMG, 7ª Câm. Cív., Ap. Cív. nº 2.0000.00.412728-2/000(1), Rel. Juiz Guilherme Luciano Baeta Nunes, j. 05.02.2004. Note-se que ao se referir ao art. 122 da Lei nº 6.404, de 1976, que fixa a competência geral da assembleia geral, o julgado deixa de mencionar o art. 152 da mesma lei, que fixa a competência da assembleia especificamente para fixar a remuneração dos administradores.

Ainda de acordo com esse dispositivo, a assembleia geral pode fixar o montante individual da remuneração, ou seu montante global. A redação do referido dispositivo ensejou críticas da doutrina, especialmente a respeito do modo como o legislador resolveu lidar com a questão ao utilizar as expressões "global" e "individual". Tais críticas se voltam principalmente para as possíveis interpretações da palavra "individual", que pode remeter tanto à fixação da remuneração individual de cada órgão, quanto à fixação da remuneração individual de cada um dos membros do conselho de administração e diretores.

Além disso, de acordo com a redação do dispositivo, à assembleia incumbe a tarefa de fixar a remuneração da administração em geral, isto é, dos membros do conselho de administração, quando houver, e dos membros da diretoria, podendo fazê-lo em bases globais ou individuais. O teor do dispositivo permite, dessa forma, que a assembleia fixe a remuneração individual de cada um dos diretores.

No entanto, em uma sociedade que detenha conselho de administração e diretoria, a assembleia elege apenas os membros do conselho de administração, que, posteriormente, elegem os membros da diretoria. Sendo assim, a assembleia teria que fixar a remuneração da diretoria sem conhecer seus membros.

Seguindo esse raciocínio, seria impossível que a assembleia levasse em consideração, em relação aos diretores, os parâmetros estabelecidos pela lei para essa finalidade. Não poderia a assembleia considerar, por exemplo, a reputação e a competência profissional de pessoas que ainda não foram eleitas para ocupar a diretoria.

Segundo FRAN MARTINS, uma possível solução para tal controvérsia seria a lei ter permitido que o conselho de administração fixasse a remuneração dos diretores *ad referendum* da assembleia. Isso evitaria que a assembleia tivesse que ser convocada para deliberar a remuneração do diretor toda vez que o conselho de administração elege um diretor novo. De toda forma, os acionistas poderiam impugnar tal fixação posteriormente em caso de abuso.

De acordo com o mencionado autor, porém, o legislador preferiu dar garantias mais efetivas aos acionistas minoritários de participação no processo decisório a respeito da remuneração dos administradores da companhia, estabelecendo que apenas a assembleia poderia deliberar a esse respeito.[109]

Por essa mesma razão, M. CARVALHOSA entende que o lógico seria que a Lei nº 6.404, de 1976, tivesse atribuído à assembleia a competência apenas para fixar o montante global a ser pago ao conjunto de diretores, deixando ao conselho de administração a competência para individualizar as respectivas remunerações de cada um dos diretores por ocasião da sua eleição. Assim, segundo M. CARVALHOSA, a remuneração individualizada de cada diretor somente poderia ser deliberada pela assembleia quando se tratar de administração unitária, caso em que a própria assembleia elege os diretores.[110]

O questionamento dos autores é pertinente. A lei efetivamente não explicita o procedimento a ser seguido na fixação pela assembleia, seja em bases globais, seja em individuais, da remuneração dos diretores em uma sociedade com administração dual, isto é, com conselho de administração e diretoria. Se a assembleia tem competência privativa para fixar a remuneração global e individual dos administradores, como ela poderia fixar a remuneração individual de cada diretor, levando em conta os parâmetros erigidos pela lei, se os diretores ainda sequer foram eleitos? Há, no entanto, uma interpretação que procura harmonizar os entendimentos possíveis sobre o dispositivo.

Segundo tal interpretação, ao dispor que a assembleia tem poderes para fixar a remuneração dos administradores em bases globais ou individuais, estabelecendo uma dualidade, o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, remete à dicotomia existente entre os regimes de administração da companhia, quais sejam, a administração unitária (apenas diretoria) e a administração bipartida (conselho de administração e diretoria – obrigatório nas companhias abertas).

A dualidade presente no dispositivo, representada pela possibilidade de a assembleia fixar a remuneração em bases globais ou individuais, tem a finalidade de

[109] F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 352/356.

[110] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 308. No mesmo sentido, cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), pp. 430/431.

flexibilizar o dispositivo e compatibilizar a fixação da remuneração dos administradores com a eventualidade de a companhia apresentar administração unitária ou bipartida.

Além disso, o dispositivo visou a possibilitar que os parâmetros para fixação da remuneração, bem como a competência privativa da assembleia para fixar o montante da remuneração dos administradores, sejam observados em qualquer dos regimes de administração, unitário ou dual, e em qualquer dos tipos de fixação da remuneração dos administradores, individual ou global.

Essa preocupação do legislador se mostra pertinente, uma vez que a competência será de fato sempre da assembleia para fixar a remuneração dos administradores, mas o procedimento de fixação poderá variar de acordo com a estrutura de administração da companhia.

Na estrutura de administração unitária, a assembleia pode fixar a remuneração global da diretoria, hipótese em que caberá aos diretores individualizar suas respectivas remunerações. Para tanto, os diretores deverão observar as disposições constantes do estatuto e da política de remuneração dos administradores estabelecida pela companhia.

Nesse regime de administração, a assembleia tem ainda a possibilidade de fixar a remuneração dos diretores em bases individuais, isto é, já estipulando e atribuindo os valores específicos a cada um dos diretores.

Nessas duas hipóteses, a assembleia deverá se ater aos parâmetros estabelecidos pela lei para a fixação adequada e razoável da remuneração, quais sejam, responsabilidades, tempo dedicado às funções, competência e reputação profissional (habilitação, capacitação) e o valor dos serviços no mercado.

Na administração dual, a assembleia não teria como fixar a remuneração individual de cada um dos diretores sem deixar de observar os parâmetros erigidos pela lei como essenciais para que a remuneração seja adequada e razoável. Isso porque, como visto, os diretores somente serão eleitos posteriormente pelo conselho de administração, e não pela assembleia que delibera os honorários dos administradores.

Apesar de a lei silenciar em relação a esse ponto, segundo LEÃES, o que a assembleia poderia fazer para solucionar essa questão é destacar, do montante global por ela deliberado, as parcelas especificamente destinadas a cada um dos órgãos, conselho de administração e diretoria. Incumbe, nessa hipótese, ao conselho de administração deliberar a individualização da remuneração de cada um dos membros do conselho, bem como de cada um dos diretores, conforme globalmente estabelecida pela assembleia. Isso porque apenas os membros do conselho, que deliberam a eleição dos diretores executivos, teriam a possibilidade de ter em conta os parâmetros estabelecidos pela lei para tanto, especialmente a competência e a reputação profissional dos eleitos.[111]

De acordo com o procedimento proposto, ao conselho de administração cabe apenas individualizar valores previamente deliberados pela assembleia. Fica, portanto, mantida a competência privativa da assembleia, a quem a lei atribuiu o poder de fixar a remuneração da administração e realizar o controle do teto do montante global.[112]

Nessa tarefa de individualizar as parcelas, o conselho de administração naturalmente também deverá se ater aos parâmetros fixados pela lei. Assim, nos termos do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, o conselho de administração deverá delimitar as parcelas de maneira adequada, balizando-se pelos parâmetros dispostos no referido dispositivo e sujeitando-se às consequências oriundas do descumprimento de seus deveres fiduciários. Os acionistas, de outro lado, já não terão ingerência na repartição do montante da remuneração, uma vez que já terão exercido seu direito de arguir o montante fixado no

[111] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 151.

[112] F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 355; e L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 151. Corroborando o entendimento de que em qualquer das hipóteses a competência da assembleia é mantida, vale transcrever o entendimento de um dos responsáveis pelo projeto: "[a]ssim, admitiu [a nova lei] a existência de um órgão colegiado (art. 138, e §1º) para administrar a companhia, deixando à opção do respectivo Estatuto nas companhias fechadas (art. 138, §2º) a possibilidade de adotá-lo, ou de manter o regime anterior de Diretoria. Mas a competência para escolher os administradores continua privativa da Assembleia Geral (art. 140) que poderá destituí-los a qualquer tempo. Quanto aos Diretores – se houver Conselho – serão por este eleitos, e, em caso contrário, a competência é da Assembleia (art. 143) – sempre, todavia, sujeitos à destituição a qualquer tempo. No que concerne à remuneração dos Conselheiros, se houver, e dos Diretores – está mantida a competência da Assembleia Geral, (nada impedindo que conste do Estatuto)", cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), p. 396.

âmbito da assembleia geral que o deliberou. Eventuais questionamentos terão de ser feitos *ex post*.[113]

Outra possibilidade ainda na administração bipartida, seria a assembleia fixar o montante global da remuneração dos administradores sem individualizar as parcelas atribuíveis individualmente a cada um dos órgãos. Nessa hipótese, caberia ao conselho de administração alocar a parcela que caberá aos seus membros e a parcela destinada aos membros da diretoria, individualizando ainda as parcelas específicas e pessoais dos integrantes de cada órgão.

Essa possibilidade, contudo, não é pacífica na doutrina. Segundo os autores que resistem a tal entendimento, na administração dual, a assembleia deve necessariamente destacar a remuneração devida a um e outro órgão, não podendo o conselho se imiscuir em tal decisão, substituindo a deliberação soberana dos acionistas. Assim, a assembleia deveria obrigatoriamente individualizar as verbas a serem atribuídas a cada um dos órgãos, não sendo possível estabelecer um valor total único para os dois órgãos.[114]

De toda forma, a Instrução CVM nº 480, de 2009, estabeleceu a obrigação de que as remunerações do conselho de administração e da diretoria sejam apresentadas de forma segregada quando da prestação das informações que deverão constar do Formulário de Referência (cf. item 13.2). Sendo assim, à parte a importante discussão sobre

---

[113] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Remuneração dos administradores,* cit. (nota 82 supra), p. 153; e F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 355. Vale registrar que M. CARVALHOSA dissente da possibilidade de o conselho individualizar a remuneração dos diretores. Para o referido autor, a própria diretoria deveria individualizar a sua remuneração, uma vez que não se poderia delegar essa competência ao conselho de administração, nos termos do art. 139, da Lei nº 6.404, de 1976, cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 308.

[114] Vale transcrever o entendimento dos partidários dessa tese, "[a] Assembleia deve destacar as verbas atribuídas respectivamente a um e outro órgão. Realmente, tal identificação parece absolutamente necessária, não podendo, a nosso ver, o Conselho de Administração e muito menos a Diretoria substituir-se, nesse particular, à deliberação dos acionistas", cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 2, São Paulo, José Bushatsky, 1979, pp. 464/465. J. W. LUCENA ressalva que a lei não contempla vedação a que a fixação ocorra de maneira única para ambos os órgãos. Não haveria impedimento, assim, para que a assembleia fixasse um montante único global e que, em seguida, o conselho de administração realizasse a divisão entre os dois órgãos e entre os componentes dos órgãos. Apesar de ressalvar a inexistência de vedação nesse sentido, manifesta sua concordância com TEIXEIRA e GUERREIRO, entendendo recomendável que a assembleia fixe, ela própria, a remuneração de cada um dos órgãos em caso de administração dual cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 430.

individualização da remuneração, o fato é que as companhias abertas já se encontram obrigadas a realizar tal segregação, nos termos da referida instrução.

3.4.2. Procedimento para fixação da remuneração

Ao receber a proposta da administração, a assembleia fixará a remuneração dos administradores. Trata-se, a princípio, da assembleia geral ordinária, que, ao eleger os administradores, nos termos do art. 132, III, da Lei nº 6.404, de 1976, também fixará a respectiva remuneração.

Em uma companhia que tenha comitê de remuneração e de recursos humanos, do qual se tratará com maior nível de detalhe na seção 3.5 abaixo, o comitê geralmente propõe valores e políticas de remuneração dos administradores ao conselho de administração. O conselho de administração, após ouvido o comitê de remuneração, submete a proposta de remuneração ao crivo da assembleia geral para fixação da remuneração.

Em relação às companhias abertas, nos termos do art. 12, da Instrução CVM nº 481, de 2009, quando a assembleia geral for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo: (i) a proposta de remuneração dos administradores; e (ii) as informações indicadas no item 13 do formulário de referência, que diz respeito justamente a remuneração dos administradores.[115]

Pode ocorrer, no entanto, que o administrador seja eleito em assembleia geral extraordinária e não haja remuneração fixada para tal cargo. Nesse caso, caberia à própria assembleia geral extraordinária fixar-lhe a remuneração.

Como a competência para a fixação da remuneração é privativa da assembleia geral, mesmo quando o administrador for nomeado pelo próprio conselho de administração, nos termos do art. 150, *caput*, da Lei nº 6.404, de 1976, a assembleia que ratificar tal nomeação é que terá competência para fixar a remuneração do administrador

[115] "Art. 12. Sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo, os seguintes documentos e informações:

I – a proposta de remuneração dos administradores; e

II – as informações indicadas no item 13 do formulário de referência."

eleito. Nessa hipótese, o estatuto pode prever que o administrador nomeado receba a mesma remuneração do administrador que substitui, a fim de que não paire dúvida a respeito dos vencimentos a que ele faz jus até que a nova assembleia aconteça.[116]

Uma vez fixada pela assembleia, os administradores estarão legitimados a receber a remuneração deliberada. Vale destacar, apenas a título elucidativo, que nada impede que o administrador, motivado a evitar um possível conflito de interesses, ou movido por qualquer outra razão, renuncie à remuneração que lhe tenha sido atribuída. A esse respeito, a doutrina apenas afirma que a remuneração deve necessariamente ser fixada pela assembleia, após o que o administrador poderá a ela renunciar.[117]

É importante destacar, por fim, que essa deliberação da assembleia que fixa a remuneração dos administradores engloba todas as modalidades de pagamentos que eventualmente sejam atribuídas aos membros da administração, entre outras, a remuneração fixa anual, a remuneração variável e a remuneração baseada em ações.[118]

3.4.3. Benefícios de qualquer natureza e verbas de representação.

Conforme mencionado na seção 3.3 acima, remuneração indireta, também chamada de *fringe benefits*, consiste em vantagens eventualmente atribuídas ao administrador em razão do exercício de seu cargo, tais como carros da companhia, seguros, cursos, imóveis para residência, e cartões de crédito, entre outras.

---

[116] Cf. F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 354.

[117] Vale transcrever o entendimento citado: "[é] preciso fixar em qualquer hipótese. Tivemos, tempo atrás, notícia do seguinte caso: determinada companhia realizou sua assembleia geral ordinária, elegendo sua diretoria e não fixando a respectiva remuneração; quando do arquivamento da ata, os representantes da companhia, convidados a justificar a falta de fixação declararam que os diretores se haviam disposto a trabalhar gratuitamente. Não concordamos com tal explicação. Uma remuneração qualquer para os administradores da companhia deve ser fixada sempre. O exercício de qualquer atividade econômica gera, comumente, obrigações as mais diversas, cuja valoração encontra, amiúde, sua base necessária na remuneração da atividade (...) No caso, os administradores podem, quando muito, renunciar, após tomarem posse, ao recebimento de suas remunerações, mediante instrumento por eles assinado. Mas a obrigação de fixar a remuneração é da assembleia geral; nada tem a ver com a vontade dos administradores", R. CRISTIANO, *Órgãos da sociedade anônima*, cit. (nota 70 supra), p. 103. Vale destacar, a esse respeito, que, nos termos do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N°03/2012, de 9 de maio de 2012: "[c]aso algum administrador renuncie à remuneração, este não deverá ser considerado para o cálculo do valor médio da remuneração anual, embora permaneça a ser computado para a indicação do número de membros (letra "a" [do item 13.2 do Formulário de Referência])".

[118] Cf. voto da Presidente Maria Helena Santana, Processo Administrativo CVM n° RJ2011/4494, Rel. Diretor Eli Loria, j. em 27.01.2012.

É muito comum que a companhia atribua remuneração indireta aos administradores visando à obtenção de dois objetivos principais. O primeiro deles é de caráter fiscal, uma vez que ao outorgar remuneração indireta aos administradores, a companhia reduz o ônus tributário incidente sobre a remuneração do administrador. O segundo objetivo, por vezes irregular, consiste na majoração da remuneração efetivamente percebida pelo administrador, por meio do acréscimo de benefícios e facilidades ao valor deliberado pela assembleia. Em qualquer desses casos, porém, a assembleia deverá se manifestar previamente, conforme se verá abaixo.

Originalmente, o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, previa a competência da assembleia geral para fixar o montante global ou individual da remuneração dos administradores, sem referência expressa à remuneração indireta. A Lei nº 9.457, de 1997, conferiu à assembleia geral também a competência privativa para fixar benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, que passaram a integrar a remuneração expressamente.

Seguindo-se, então, o intuito moralizador do legislador de 1997, bem como sua preocupação com os abusos envolvendo remuneração indireta ocorridos em companhias americanas, a partir da edição do referido diploma, nem o conselho de administração, nem a diretoria, têm competência para se autoconceder quaisquer verbas indiretas sujeitas a posterior deliberação *ad referendum* da assembleia. A integralidade da remuneração indireta, isto é, todo e qualquer benefício indireto e verba de representação, deve ser previamente aprovada pela assembleia geral.

A preocupação com o engessamento das deliberações, eventualmente proveniente da necessidade de submissão prévia da decisão sobre os benefícios indiretos e verbas de representação ao crivo da assembleia geral, foi superada pela preocupação de se evitarem os abusos que poderiam ocorrer mediante atribuição de remuneração indireta.

Segundo a doutrina, uma possível interpretação para mitigar o referido engessamento, é a de que a assembleia pode fixar um valor máximo de benefícios indiretos e verbas de representação a serem outorgados, cabendo ao conselho de administração e à

diretoria controlar as despesas com tais rubricas a fim de que não ultrapassem o teto previamente fixado pela assembleia. Fica mantida, assim, a competência privativa da assembleia geral.[119]

Mesmo que se adote essa interpretação, o fato é que a explicitação da competência privativa da assembleia geral para deliberar sobre o pagamento de benefícios indiretos e verbas de representação aos administradores tornou ainda mais evidente a responsabilidade do controlador, nos termos do art. 116 e do art. 117 da Lei nº 6.404, de 1976, por possíveis abusos e comportamentos prejudiciais à companhia relativos à remuneração indireta cometidos pelo controlador por administradores que tenham sido por ele indicados.

Obviamente, esse incremento da responsabilidade do controlador não exime os administradores da responsabilidade a que estão sujeitos caso deliberem se autoconceder benefícios indiretos e verbas de representação ou deixem de observar os limites impostos pela assembleia geral, nos termos do art. 158 e 159 da Lei nº 6.404, de 1976.

No que diz respeito ainda às responsabilidades dos administradores quanto à remuneração indireta, nos termos do art. 157, §1º, c, da Lei nº 6.404, de 1976, cada administrador deve informar "os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo". Não prestando os administradores tais informações com antecedência, a assembleia não poderá deliberar de maneira eficaz a respeito. Como se viu acima, tais informações devem ser prestadas pelos administradores antes da realização do conclave, não sendo legítima a atribuição de tais benefícios e verbas para posterior ratificação pela assembleia.

Estabelecendo a lei a competência privativa da assembleia para deliberar a respeito dos benefícios indiretos e verbas de representação, bem como o dever de os administradores informarem tais benefícios e verbas, é evidente que não poderão ser pagos benefícios e verbas além dos deliberados pela assembleia. O pagamento de verbas

[119] Cf. G. C. CARVALHO, *Comentários aos arts. 138 a 160*, in G. C. VIDIGAL, I. G. S. MARTINS (org.), *Comentários à lei das sociedades por ações*, São Paulo, Forense, 1999, p. 475.

adicionais a esse título acarretará responsabilidade dos administradores e do controlador (art. 117, §3º, e art. 158, 159, da Lei nº 6.404, de 1976).[120]

3.4.4. Critérios e parâmetros para a fixação da remuneração

De acordo com o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, a assembleia geral deverá considerar determinados critérios e parâmetros no momento da fixação da remuneração dos administradores. Deverá fazê-lo tendo "em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado".

Como se procurou demonstrar na seção 2.2 acima, após a sequência de documentos legislativos que trataram da remuneração dos administradores, culminando com a edição da Lei nº 6.404, de 1976, prevaleceu o princípio de que a remuneração dos administradores deve ser adequada e razoável.

Para a observância e aplicação do referido princípio, no entanto, não foram estabelecidas fronteiras numéricas. De fato, salvo para a participação nos lucros, de que se tratará com maior vagar no capítulo 4 abaixo, o legislador não explicitou limites quantitativos para a fixação da remuneração dos administradores.[121]

Foram, contudo, previstos certos parâmetros a serem tomados em consideração pela assembleia no momento da fixação da remuneração. Pretende-se com tais critérios fazer com que a remuneração se mantenha em patamares adequados, equitativos e razoáveis. A finalidade última é evitar que se rompa a equivalência jurídico-econômica entre serviço prestado e contraprestação devida, garantindo aos acionistas minoritários a possibilidade

---

[120] Segundo parte da doutrina, a atribuição de benefícios indiretos e verbas de representação além do deliberado pela assembleia pressupõe má fé dos administradores, cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 297.

[121] Vale registrar que os limites quantitativos outrora existentes para fins fiscais deixaram de vigorar. Referidos limites eram regulados pelo art. 296 e 297 do RIR/94. O limite anteriormente existente foi revogado pela lei nº 9.430, de 1996 (art. 88, inciso XIII). Assim, os valores pagos ou creditados, mensalmente, aos administradores, a título de remuneração (retiradas pró-labore), poderão ser considerados integralmente como custos ou despesas operacionais (desde que, assim, de fato, o sejam), no resultado da pessoa jurídica, independentemente de qualquer restrição, condição ou limite de valor.

de impugnar abusos relativos especialmente à apropriação indireta dos lucros da companhia, via atribuição de remuneração aos administradores.

Esses parâmetros estão tão além dos padrões a serem observados na determinação da retribuição devida ao prestador de serviços, ao locador ou ao mandatário, que novamente se reafirma a impropriedade de se caracterizar a relação jurídica do administrador com a sociedade como contratual. Tais parâmetros inserem-se em um estatuto legal de caráter institucional. Nesse cenário, a remuneração devida aos administradores não é mera contrapartida contratual, mas sim contraprestação institucionalmente estabelecida.

A lei fixou critérios de ordem objetiva e de ordem subjetiva. De um lado, o art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu critérios de ordem objetiva, tais como a discriminação estatutária de cargos de representação e as cotações no mercado de trabalho para a contratação de diretores. De outro, o dispositivo estabeleceu critérios de ordem subjetiva tais como competência e reputação profissionais.[122]

Em primeiro lugar, a assembleia deverá levar em consideração as responsabilidades assumidas pelos administradores no desempenho dos respectivos cargos. A evolução da doutrina e da jurisprudência sobre os deveres e responsabilidades dos administradores tem demonstrado que o comportamento dos administradores está sujeito a padrões mais estritos de apreciação, não se resumindo ao comportamento de "todo homem ativo e probo". Espera-se dos administradores não apenas a razoabilidade do homem médio (*bonus pater familiae*), mas também aquele tino e diligência peculiares à esfera empresarial e aos gestores de empreendimentos.

De fato, a CVM vem entendendo que, quando atribuída a administradores de sociedades anônimas, a expressão "o cuidado e diligência de todo homem ativo e probo" compõe um conjunto comportamental específico de profissionais dessa área, em que se espera um padrão de conduta, profissionalismo, conhecimento e *know how* condizentes

[122] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração*, cit. (nota 88 supra), pp. 190 e 191.

com as responsabilidades assumidas. A diligência esperada desses administradores não se exaure, portanto, na interpretação literal da "diligência de todo homem ativo e probo".[123]

Remuneram-se os administradores, assim, não apenas pelos serviços que eles prestam à sociedade, mas também, e muitas vezes principalmente, pelas responsabilidades peculiares que assumem no desempenho de tais atividades. Não por outra razão, os deveres e os riscos inerentes ao cargo de administrador de sociedade anônima são, de fato, um dos primeiros fatores abordados pela doutrina para justificar a obrigatoriedade de remuneração dos administradores.[124]

Em segundo lugar, ao fixar a remuneração dos administradores, a assembleia deverá levar em consideração o tempo que os membros da administração dedicarão às suas funções. Apesar de objetivo, esse é um critério que garante a necessária flexibilidade para as remunerações, especialmente em vista das diferentes situações em que a companhia pode se encontrar e das diversas funções desempenhadas pelos administradores.

De um lado, é possível que a situação específica da companhia, mergulhada em um cenário de crise econômico-financeira, exija quantidade diferenciada de tempo dedicado pelos administradores. De outro lado, também é possível haver variações entre as funções dos administradores, notadamente os diretores, que acarretem diferenças na quantidade de tempo a ser empenhado por cada um deles. Permite-se, assim, que a assembleia fixe uma remuneração compatível com tais variações.

Em terceiro lugar, deverão ser apreciadas a competência e a reputação profissional dos eleitos. Novamente a margem de subjetividade garante flexibilidade para que a assembleia possa eventualmente diferenciar remunerações de diretores experientes e

---

[123] Cf., a esse respeito, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08, Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, j. 14.12.2010 (caso Sadia); e Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03, Rel. Dir. Eli Loria, j. 25.03.2008 (caso Tele Norte Leste). Para um aprofundamento dessa análise sobre o dever de diligência, cf. ainda M. V. ADAMEK, *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*, São Paulo, Saraiva, 2009; e F. PARENTE, *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Rio de Janeiro, Renovar, 2005.

[124] Cf. J. X. CARVALHO DE MENDONÇA, *Tratado de direito comercial brasileiro*, cit. (nota 1 supra), p. 48; T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra), p. 20; W. FERREIRA, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, cit. (nota 1 supra), pp. 544/545; e S. VAMPRÉ, *Tratado Elementar de Direito Comercial*, cit. (nota 92 supra), p. 262.

tarimbados, que, justamente em razão de sua competência, exercerão cargos mais complexos e demandantes.

De toda forma, embora sejam conceitos subjetivos, é sempre possível analisar documentos e informações que equipem a assembleia com parâmetros mais concretos para sua apreciação, tais como verificação de currículos, experiência acadêmica e profissional, levantamento de histórico e certidões de distribuição, entre outros.

Por um lado, a competência profissional dos administradores é fundamental. Com efeito, espera-se deles não apenas que expandam os lucros sociais, maximizem o valor dos ativos da companhia e atuem de forma garantir a preservação da empresa, mas também que adotem as medidas necessárias à consecução da organização do feixe de contratos que a sociedade representa, de forma a evitar os conflitos de interesse e reduzir os custos de transação.

Por outro lado, a reputação profissional não é menos importante. É muito comum que administradores sejam contratados justamente em razão de seu reconhecido histórico de atuação perante a comunidade empresarial, o que acaba por fortalecer a imagem institucional da companhia.

Por essas razões, nada mais justo que a assembleia leve tais elementos em conta ao fixar a remuneração "pelo aporte, trazido pelos administradores, de caráter moral, de experiência feito, de prestígio, de posição social e econômica, suscetível de fortalecer o crédito da sociedade".[125]

Por fim, a assembleia deverá levar em consideração o valor dos serviços no mercado.[126] Trata-se do mais objetivo dos parâmetros, permitindo que minoritários descontentes questionem a ausência injustificada de equiparação entre a remuneração fixada para determinados administradores e as práticas de mercado.

---

[125] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração*, cit. (nota 88 supra), p. 186.

[126] Vale notar que quando da apresentação do projeto, o parâmetro "valor dos serviços no mercado" sofreu críticas e quase foi retirado. Segundo os críticos, o referido parâmetro já decorreria dos demais apresentados pelo projeto, cf. J. C. SAMPAIO DE LACERDA, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978, pp. 184/185.

A literatura teórica reconhece o parâmetro do valor dos serviços no mercado como um critério universal para a fixação da remuneração dos administradores. Essa natureza universal do referido critério tem, pelo menos, três consequências. Em primeiro lugar, ela reforça a relação entre tamanho da companhia e remuneração dos administradores. Ao utilizar esse critério, é natural que se verifique a remuneração dos administradores em companhias com características similares. Em segundo lugar, esse critério estimula a criação de pesquisas e periódicos a partir dos quais se possa inferir se as remunerações se encontram em patamares competitivos. Por fim, em terceiro lugar, esse critério pode tornar mais competitiva a busca por administradores competentes entre as companhias. Tendo em conta os parâmetros de mercado, as companhias sempre poderão oferecer valores superiores a tais medidas para atrair administradores que julgar qualificados.[127]

Trata-se, evidentemente, de *standards*, isto é, padrões de referência. Não há fronteiras objetivas. São critérios genéricos e amplos que deverão ser analisados e verificados em cada caso concreto. Nesse sentido, a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 1976, dispôs que: "[o] projeto fixa alguns parâmetros que permitem à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a existência ou não de abusos da maioria. São normas que, pela variedade das situações a que deverão aplicar-se, somente podem ser enunciadas com grau de generalidade que as aproximam de meros padrões de referência para avaliação dos casos concretos".[128]

Diante de um caso concreto, tais padrões de apreciação permitem avaliar se os valores pagos a título de remuneração rompem a relação de equivalência jurídico-econômica entre o serviço prestado pelos administradores e a contraprestação a eles atribuída. Em uma hipótese como essa, pode ficar configurada a descaracterização de tais valores como remuneração – representando, por exemplo, efetiva distribuição de lucros a título de honorários –, ensejando, assim, impugnação por parte dos acionistas prejudicados.[129]

---

[127] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 9.

[128] Cf. Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda 196, de 24.06.1976, in Diário do Congresso Nacional, Seção 1, Suplemento ao nº 85, de 07.08.1976.

[129] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 37/38.

É verdade que a generalidade de tais critérios pode tornar mais complexo o *enforcement* e o rigor da norma. Essa possibilidade colocaria em risco toda a evolução pela qual passou a disciplina da remuneração dos administradores e o notório intuito moralizador do legislador de 1976. No entanto, o fato é que seria impossível fixar parâmetros estáticos aplicáveis a todas e quaisquer companhias e que atendessem, ainda, às particularidades de cada administrador.

Essa generalidade estabelecida por meio da previsão de critérios abertos garante níveis desejáveis de flexibilidade para que as companhias possam adequar suas políticas de remuneração às suas realidades específicas. Ademais, ela evita a criação de uma tipificação rígida e, portanto, não impede nem que a assembleia eleja administradores considerados peças importantes e essenciais ao desenvolvimento de suas atividades nem que lhes atribua níveis remuneratórios compatíveis.

No entanto, essa generalidade deverá ser operada pela assembleia com elevados níveis de cautela. Isso porque, além de possibilitarem uma fixação justa, razoável e adequada para os administradores, os critérios se prestam também a viabilizar o questionamento por parte de acionistas que se julgaram prejudicados. Como padrões de referência que são, os critérios permitem que os acionistas que discordarem da remuneração fixada aos administradores questionem os respectivos valores, pleiteando a diminuição da remuneração. Tutelam-se assim os interesses da minoria e condena-se o abuso do direito de voto.

E, se comprovado que não foram observados pela assembleia os critérios legais para fixação da remuneração dos administradores, os controladores estarão sujeitos à apuração de exercício abusivo do poder de controle, que é, afinal, "a *ratio legis* do regime de limites e de critérios informativos constantes da Lei 6.404, na fixação da remuneração dos administradores".[130]

A ausência de limites quantitativos e a adoção de padrões gerais de referência são necessárias para conferir maior flexibilidade às companhias, cada uma com as suas

[130] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração*, cit. (nota 88 supra), p. 186.

peculiaridades. Seria uma tarefa ingrata para o legislador deixar expressos limites quantitativos aplicáveis a todas as companhias. Essa ausência de limites quantitativos torna mais complexa e menos objetiva a atuação do órgão regulador, mas não o exime de analisar a remuneração atribuída aos administradores das companhias, fazendo uma verificação substancial do cumprimento dos critérios estabelecidos pelo art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976.[131]

De fato, nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/4598, a CVM observou que estarão caracterizados os ilícitos do art. 117, *caput* e §1º, c, da Lei nº 6.404, de 1976, caso seja comprovado que os controladores se valeram de sua influência para determinar a remuneração dos administradores em desacordo com o art. 152, também da Lei nº 6.404, de 1976. Conforme destacou o relator em seu voto, para tanto, seria necessário fazer uma análise substancial da fixação da remuneração e da observância, pela assembleia, dos parâmetros estabelecidos pela lei.[132]

Na prática, a aplicação de tais critérios se dá de forma diferente conforme se esteja discutindo a remuneração do conselho de administração ou da diretoria. Isso porque, os diretores da companhia atuam individualmente nas respectivas funções, e não de forma colegiada, como os membros do conselho de administração. O art. 143, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, determina que o estatuto estabeleça as atribuições e poderes de cada

[131] A esse respeito, vale notar que a então Superintendência Jurídica da CVM já se manifestou no sentido de que "o entendimento manifestado no Parecer de Orientação nº 01, no sentido de que a CVM não pretende 'entrar no mérito' do preço de emissão, deve prevalecer igualmente para os casos de fixação da remuneração de administradores, uma vez que, analogicamente, 'nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve se arvorar em avaliador' do valor de remuneração dos serviços prestados pelos administradores das companhias abertas [...] [o] fato de a CVM não dever interferir no valor atribuído à remuneração dos administradores de companhias abertas não impede que venha exigir daquelas sociedades às quais a ela cabe fiscalizar, que diligenciem no sentido de que a remuneração a ser atribuída pela assembleia geral de acionistas aos administradores da sociedade, naturalmente por apreciação de proposta apresentada pelos próprios administradores, seja fixada de forma clara e precisa, de modo a propiciar a verificação, por parte de qualquer sócio, da observância aos parâmetros fixados pelo artigo 152 da lei societária", cf. Parecer/CVM/SJU/Nº 045/81, disponível em www.cvm.gov.br.

[132] Cf. Processo Administrativo CVM RJ2007/4598, rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 13.05.2008. A respeito da análise substancial dos dispositivos em casos de apuração de abuso de direito, e, portanto, de abuso do poder de controle, vale ainda transcrever a lição de F. K. COMPARATO: "[O] respeito rigoroso à letra da lei, em todas as suas minúcias formais, pode bem encobrir uma elusão de seu objetivo essencial. É a ortodoxia litúrgica, mascarando o sacrilégio. As teorias do abuso do direito, do desvio de poder e do negócio indireto fundam-se, por sua vez, inequivocamente, numa análise funcional do comportamento jurídico, ao procurarem descobrir e valorar, nas situações de conflito de interesses, quais as finalidades visadas pelo agente, nos atos unilaterais, ou colimadas pelas partes nos contratos, para cotejá-los em seguida com a função social do instituto posto em atuação e os valores fundamentais da ordem jurídica", cf. *Funções e Disfunções do Resgate Acionário*, in *Direito Empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1990, p. 121.

diretor, o que significa que as funções atribuídas a cada diretor são diferentes e autônomas e que as responsabilidades, competência e tempo dedicado ao desempenho de tais funções também podem ser diversos.[133]

Em vista dessas possíveis diferenças, os cargos da diretoria executiva que envolverem maiores responsabilidades e competências mais complexas, bem como demandarem mais intensa dedicação de tempo de trabalho, deverão, naturalmente, ser melhor remunerados. Até por essa função o trabalho de cada diretor tem seu preço específico no mercado. Sendo assim, será natural que a cada diretor caiba uma remuneração diferente, conforme os parâmetros de remuneração de cada um. Esses parâmetros deverão ser levados em consideração para a fixação da remuneração dos diretores, já que não faria sentido que se atribuísse a todos os diretores, mesmo que desempenhassem tais funções diferenciadas, a mesma remuneração.

Diferentemente, a atuação dos membros do conselho de administração se dá de forma colegiada. Isso significa que cada um dos seus membros tem direito a um voto nas deliberações sobre a competência que lhes é concorrente. O exercício da função de membro do conselho de administração exige de todos os conselheiros a mesma competência e reputação profissionais e os sujeita às mesmas obrigações e responsabilidades. Prevalece, dessa forma, a isonomia entre os membros do conselho de administração, inclusive no que diz respeito ao tempo dedicado ao exercício de suas atividades. As reuniões do conselho de administração são esporádicas, devendo a elas comparecer todos os seus membros, que, em tese, acabam dedicando ao órgão o mesmo tempo.

Por essas razões, parte da doutrina argumenta que os membros do conselho de administração deveriam receber a mesma remuneração. As funções dos membros do conselho de administração são iguais, ao passo que os diretores possuem atribuições específicas e diferentes entre si. Dada a isonomia a que estão sujeitos os membros do conselho de administração, não haveria, portanto, qualquer razão que justificasse a diferenciação entre as remunerações a eles atribuídas.

[133] "Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral, devendo o estatuto estabelecer: (...) IV - as atribuições e poderes de cada diretor."

Segundo os doutrinadores que seguem essa linha, diferentemente dos Estados Unidos, em que há *directors full time* e *directors part time*, nas companhias brasileiras os membros do conselho de administração dedicam, em geral, o mesmo tempo às reuniões, de modo que "o tempo dedicado às suas funções" não seria um critério suficiente para diferenciar as remunerações entre os conselheiros.

Ainda de acordo com tal entendimento, os demais parâmetros também não se prestariam a diferenciar a função de um conselheiro da desempenhada pelos outros, não se podendo imaginar que um conselheiro teria mais competência e reputação profissional que outro se todos terão que deliberar em consenso majoritário, ao invés de desempenhar tarefas estritamente individuais. Ademais, as funções colegiadas têm o mesmo valor no mercado.

Por essas razões, segundo os partidários da tese exposta, eventual discriminação de remunerações para tais membros do conselho de administração configuraria irregularidade passível de questionamento. As únicas exceções óbvias à regra de isonomia das remunerações no conselho de administração seriam os cargos de presidente e secretário do conselho de administração. Naturalmente, tais cargos envolvem funções e responsabilidades que demandam maior assiduidade e, portanto, maior tempo empenhado, maiores obrigações e maior responsabilidade, como, por exemplo, a convocação de reuniões e assembleias e elaboração de pautas e atas de reunião, entre outras tarefas administrativas.[134]

3.4.5. Conflito de interesses.

Como discutido no capítulo 2 acima, as chances de o administrador influenciar na determinação da própria remuneração são menores no Brasil do que nos Estados Unidos, uma vez que a lei fixa como privativa da assembleia a competência para estabelecer a remuneração dos administradores das companhias brasileiras.

[134] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 302/303; J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 430; G. C. CARVALHO, *Comentários aos arts. 138 a 160*, cit. (nota 119 supra), p. 475.

Mas uma importante questão a ser debatida e enfrentada por este estudo reside na hipótese de o acionista, já eleito para cargo de administrador da companhia, votar na deliberação assemblear que fixa a remuneração dos administradores, isto é, que fixa a sua própria remuneração.

À luz do art. 115, da Lei nº 6.404, de 1976, que diz que "o acionista não poderá votar nas deliberações (...) que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia", bem como do atual entendimento da CVM a respeito do assunto, cumpre verificar se tal hipótese configuraria conflito de interesses, impedindo o acionista de votar na referida assembleia.

Há entendimento na doutrina de que a hipótese acima mencionada não caracterizaria conflito de interesses e, portanto, não acarretaria o impedimento de voto do acionista administrador. Para os que defendem essa tese, não haveria conflito entre os interesses do administrador e os da companhia, uma vez que os serviços empreendidos pelo administrador são prestados em favor e em benefício da sociedade.[135]

Não parece, entretanto, que esse seja o entendimento adequado por, pelo menos, dois motivos.

Em primeiro lugar, o art. 115, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece a regra de que o acionista não poderá votar em uma deliberação que puder beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Embora os serviços do administrador sejam de fato prestados em benefício da companhia, a sociedade pretende fixar a menor remuneração que seja compatível com o quilate daquele administrador, e o administrador pretende obter a maior remuneração que puder ser atribuída. Na deliberação que fixa a remuneração dos administradores, portanto, há claramente interesses divergentes, sobretudo se se levar em consideração, conforme exposto no capítulo 2 acima, que o interesse do administrador consiste em maximizar sua utilidade.

[135] Cumpre transcrever o mencionado entendimento: "[n]ão se considera benefício particular que configure conflito de interesses (art. 115 e 156), inibidor do voto dos acionistas, a determinação do montante da remuneração dos administradores, quando aqueles tiverem sido eleitos para cargos na administração da companhia. Nesse caso, é perfeitamente lícito que acionistas administradores votem suas próprias remunerações. Entende-se que, não hipótese, não há interesses conflitantes, já que a função de administrador, necessariamente remunerada, é exercida em benefício da sociedade", cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 310.

Em segundo lugar, em recente julgado, a CVM confirmou o entendimento de que o acionista estaria impedido de votar na assembleia que delibera sobre um contato que pretende celebrar com a companhia. Embora a relação entre o administrador e a companhia não seja contratual, tampouco tenha natureza contratual a remuneração dos administradores, como se procurou demonstrar na seção 3.2 acima, é bem verdade que, para fins de apuração de conflito de interesses, a fixação da remuneração pode ser equiparada a uma negociação entre contrapartes. E, adotando-se o entendimento fixado pelo recente precedente julgado pela CVM, o acionista que figurar direta ou indiretamente na outra ponta do negócio não poderá votar na deliberação. Efetivamente não parece que ele esteja na melhor posição para deliberar de maneira imparcial, já que tem outros interesses em jogo.[136]

Portanto, o administrador acionista não poderá votar na assembleia que delibera a fixação da remuneração dos administradores, por força do art. 115, da Lei nº 6.404, de 1976.

A presunção de que os serviços do administrador serão prestados em benefício da sociedade não nos parece suficiente para afastar a situação de conflito de interesses em que se encontram a companhia e os administradores no momento da fixação da remuneração dos últimos. A companhia quer obter os melhores serviços pelos menores preços. De outro lado, o administrador tem interesse em receber a maior remuneração possível. Trata-se, evidentemente, de uma hipótese de conflito de interesse.

[136] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2009-13179, Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, j. 09.09.2010 (Caso Tractebel). No julgamento do referido processo, o Colegiado decidiu que "[p]or força do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ele controlada, figure como contraparte". Note-se que o argumento dos partidários da tese de que o acionista poderia votar na hipótese ora discutida é o de que não haveria conflito de interesses porque os serviços devotados pelo administrador seriam prestados em benefício da companhia. Assim, o argumento nem é o comumente encontrado de que o controle deveria ser feito *a posteriori*, isto é, o acionista poderia votar na deliberação e a análise do conflito de interesses eventualmente existente seria feita após o voto proferido. Contra esse argumento, o Diretor Marcos Pinto assim se manifestou em seu voto no âmbito do referido processo: "[a] meu ver, a tese do controle *a posteriori* das hipóteses de conflito deturpa o sentido da expressão 'conflito de interesses', privando-a de qualquer significado. Quando se diz que 'alguém está numa situação de conflito de interesses', ou 'tem um interesse conflitante', queremos ressaltar o fato de que essa pessoa não está na melhor posição para tomar uma decisão de maneira imparcial ou em benefício das pessoas que representa, pois tem outros interesses em jogo. E isso pressupõe, obviamente, que o 'conflito de interesses' de que se fala pode ser identificado antes da decisão". Para um maior detalhamento das discussões envolvidas cf. o inteiro teor da decisão do colegiado. Para uma análise doutrinária a respeito da referida decisão cf. C. SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, cit. (nota 61 supra), pp. 122/124.

Ademais, a prevalecer a tese de que não haveria conflito de interesses na hipótese ora suscitada em virtude da "presunção de que os serviços do administrador serão prestados em benefício da sociedade", o acionista poderia estar legitimado a votar em uma série de situações que usualmente são consideradas como casos de conflito de interesse e que, portanto, o acionista se encontra impedido de votar.

Tome-se por ilustração o típico exemplo de conflito de interesses: a celebração de um contrato de compra e venda de imóvel entre companhia e acionista, sendo o imóvel de propriedade deste último. Presume-se, em homenagem aos próprios princípios e deveres que as partes contratantes devem observar em qualquer negócio que realizam, que o contrato é celebrado em benefício e no melhor interesse da companhia.

Nem por isso, contudo, fica o acionista legitimado a votar na deliberação que aprova a celebração do referido contrato. Na assembleia que delibera a celebração do referido contrato de compra e venda de imóvel entre o acionista e a companhia, o acionista está impedido de votar. Não será diferente na assembleia que fixar a remuneração dos administradores.

Aliás, não foi por outra razão que o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo Instituo Brasileiro de Governança Corporativa previu que "[a] estrutura de incentivos deve incluir um sistema de freios e contrapesos que indique os limites de atuação dos envolvidos, evitando que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração".[137]

[137] Cf. item 2.24 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo Instituo Brasileiro de Governança Corporativa disponível em www.ibgc.org.br. Vale registrar que essa questão já foi abordada pela CVM na análise do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4857, Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 23.08.2011. No âmbito do referido processo, a PFE assim se manifestou: "[p]or certo, a própria lei societária, ao prever que a remuneração dos administradores caberá à assembleia geral, o faz para evitar possa o administrador, como que 'advogando em causa própria', fixar sua própria remuneração, inclusive em razão do direto reflexo do montante de tal remuneração na distribuição de dividendos aos acionistas das sociedades", sendo que "[a] própria norma analisada, constante do art. 152 da LSA, a meu juízo, já configura um instrumento para afastar o natural conflito de interesses existente no momento em que o próprio administrador fixasse os limites máximos para sua própria remuneração". A PFE entendeu, assim, que "ao fixar sua própria remuneração, à revelia do montante deliberado pela assembleia geral, presentes indícios de que está o administrador agindo em infração ao caput do art. 154 da LSA, bem como ao caput do art. 156". O Colegiado não chegou a apreciar o mérito do conflito de interesses, pois a acusação foi aditada, uma vez que a deliberação em que se teria vislumbrado interesses conflitantes teria ocorrido no âmbito de uma

Justamente em razão da complexidade das políticas de remuneração, da necessidade de se promover políticas que promovam o alinhamento de interesses, e, especialmente, da necessidade de se evitarem os conflitos de interesse, tem sido relativamente comum a constituição, pelas companhias, dos comitês de remuneração.

3.5. Comitê de remuneração

O comitê de remuneração e recursos humanos é um órgão técnico e consultivo (art. 160, da Lei nº 6.404, de 1976), cuja função é aconselhar os administradores sobre questões específicas relacionadas à remuneração, gestão de pessoal, entre outras. Uma de suas principais atribuições é gerir a política de remuneração dos administradores da companhia, verificando se ela é adequada e razoável e se promove o alinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas.[138]

Para o cumprimento dessas finalidades, o comitê de remuneração deve ser composto por pessoas com algum conhecimento específico sobre as estruturas de incentivo e remuneração nas sociedades anônimas. O comitê deve estudar a relação entre a remuneração de longo prazo dos administradores da companhia levando em consideração o desempenho da companhia e o retorno aos acionistas.

A não ser pelas entidades que atuam sob a supervisão do Banco Central do Brasil, a adoção do comitê de remuneração não é obrigatória nas companhias brasileiras.[139] Apesar

---

companhia fechada, o que levou o diretor relator a afirmar que "[s]e a decisão foi tomada na companhia fechada, é até possível que se tenha descumprido o disposto no art. 156, mas não cabe à CVM a persecução dos responsáveis".

[138] Vale transcrever o item 2.31 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo Instituo Brasileiro de Governança Corporativa, que expõe com detalhes as possíveis atribuições do comitê de remuneração: "[é] atribuição deste comitê discutir assuntos relativos à sucessão (vide 2.20), remuneração e desenvolvimento de pessoas. Cabe a ele também examinar a fundo os critérios para contratação e demissão de executivos e avaliar as políticas existentes e os pacotes de remuneração. Deve ainda verificar se o modelo de remuneração prevê mecanismos para alinhar os interesses dos administradores com os da organização. Para fazer essa análise, o comitê pode valer-se de especialistas que promovam uma comparação da remuneração adotada com as práticas do mercado e criem indicadores a serem perseguidos que conectem a ação dos administradores ao plano estratégico da organização."

[139] Nos termos da Resolução CMN nº 3.921, de 2010, da qual se cuidará com maior detalhamento na seção 5.8 abaixo, o comitê de remuneração passou a ser obrigatório para as entidades sob a supervisão do Banco Central do Brasil, cf. "Art. 11. As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que atuem sob a forma de companhia aberta ou que sejam obrigadas a constituir

dessa não obrigatoriedade, a discussão teórica sobre a adoção do comitê de remuneração no Brasil se tornou recorrente nos últimos anos, sobretudo porque o mercado brasileiro se molda em grande parte pelas regras de organização do mercado americano, onde o comitê de remuneração integra os debates práticos e acadêmicos já há mais tempo.

A adoção de comitês técnicos, enquanto boa prática de governança corporativa, é uma recomendação antiga das entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado americano. De acordo com a literatura teórica, pelo menos desde 1940, a SEC e a NYSE publicam recomendações para que as companhias adotassem comitês de auditoria. Além disso, em 1978, a SEC passou a exigir a divulgação pelas companhias da eventual adoção dos comitês de auditoria, nomeação e remuneração.[140]

Mas é a partir dos anos 2000 que essas discussões e as exigências legais e regulamentares quanto à composição e à transparência dos comitês, notadamente o do de remuneração, efetivamente se intensificam, sobretudo após os colapsos da Enron e de outras companhias.[141] Conforme mencionado na seção 2.1 acima, o *Sarbanes Oxley Act*, editado pelo governo americano em 2002 como uma resposta das autoridades aos então recentes escândalos contábeis, procurou restaurar a confiabilidade dos investidores na credibilidade e higidez do sistema.

---

comitê de auditoria nos termos da regulamentação em vigor, devem instituir, até a data da realização da primeira assembleia geral ou reunião de sócio que ocorrer após 1º de janeiro de 2012, componente organizacional denominado comitê de remuneração".

[140] Cf. D. MORELLI, *Os órgãos técnicos e consultivos das sociedades anônimas*, Dissertação de Mestrado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012, pp. 10 e ss.

[141] V. nota 27 supra. Vale registrar que o período compreendido entre o final da década de 1970 e o início dos anos 2000 também foi permeado por discussões. Com efeito, a literatura teórica destaca que a década de 1990 em especial presenciou um movimento de proporções mundiais no sentido de estimular a adoção e a convergência de melhores práticas de governança corporativa, cf. E. S. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, cit. (nota 62 supra), p. 120. São dessa época, por exemplo, o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, também conhecido como Relatório Cadbury (1992) e o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (1999), que já faziam menção ao comitê de remuneração, mas ainda de maneira genérica: "[w]e also recommend that board should appoint remuneration committees, consisting wholly or mainly of non-executive directors and chaired by a non-executive director, to recommend to the board the remuneration of the executive directors in all its forms, drawing on outside advice as necessary. Executive directors should play no part in decisions on their own remuneration", cf. Relatório Cadbury disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf, p. 31; e "[d]iferentes comitês, cada um com alguns membros do Conselho, devem ser formados, por exemplo: comitês de nomeação, de auditoria, de remuneração etc.", cf. IBGC, *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 1ª Ed., 1999, p. 6.

Ao replicar as normas pertinentes do *Sarbanes Oxley Act*, em 2003, a NYSE implementou uma série de alterações nas suas regras e *standards* de listagem, com a finalidade de reafirmar a independência dos administradores das companhias listadas e fortalecer as práticas de governança corporativa por elas adotadas.[142]

De acordo com as novas regras, as companhias listadas passaram a estar obrigadas a adotar um comitê de remuneração composto inteiramente por membros independentes. Ademais, o comitê de remuneração deveria ter seu próprio regimento interno, que, por sua vez, deveria ser escrito e público, definindo os seus propósitos e responsabilidades, bem como a forma de avaliação de desempenho anual das atividades praticadas.[143]

Nessa mesma época, a NASDAQ também implementou alterações em suas regras de listagem. Embora não tenha imposto a obrigação de adoção de outros comitês além do de auditoria, exigiu que a remuneração do CEO fosse recomendada por um comitê formado por membros independentes ou por uma maioria de conselheiros independentes.[144]

Uma das consequências dessas novas regras de listagem foi a necessidade de adequação por parte das companhias listadas. De acordo com um levantamento analítico

---

[142] Nesse mesmo ano, a SEC aprovou o novo regulamento de listagem da NYSE, cf. Release No. 34-48745, de 4 de novembro de 2003, disponível em http://www.sec.gov/rules/sro/34-48745.htm.

[143] Vale transcrever: "5. (a) Listed companies must have a compensation committee composed entirely of independent directors. (b) The compensation committee must have a written charter that addresses: (i) the committee's purpose - which, at minimum, must be to discharge the board's responsibilities relating to compensation of the company's executives, and to produce an annual report on executive compensation for inclusion in the company's proxy statement, or, if the company does not file a proxy statement, in the company's annual report filed on Form 10-K with the SEC, in accordance with applicable rules and regulations; (ii) the committee's duties and responsibilities - which, at minimum, must be to: (A) review and approve corporate goals and objectives relevant to CEO compensation, evaluate the CEO's performance in light of those goals and objectives, and have sole authority to determine the CEO's compensation level based on this evaluation; and (B) make recommendations to the board with respect to non-CEO compensation, incentive-compensation plans and equity-based plans; and (iii) an annual performance evaluation of the compensation committee", cf. NYSE, *Listed Company Manual*, 2003, disponível em http://www.sec.gov/rules/sro/34-47672.htm. Cf., a esse respeito, K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 24.

[144] "[N]asdaq proposes to require the compensation of the CEO of a listed company to be determined or recommended to the board for determination either by a majority of the independent directors, or by a compensation committee comprised solely of independent directors ("Nasdaq Compensation of Executives Provision")", disponível em http://www.sec.gov/rules/sro/34-48745.htm.

realizado com dados da época, cerca de 99% das companhias que compunham o índice S&P500 adotavam o comitê de remuneração já no início dos anos 2000.[145]

Uma das preocupações do *Dodd-Frank Act*, de 2010, consistia nos comitês de remuneração. A norma demonstra especial apreensão das autoridades com a independência dos membros dos comitês de remuneração e até dos consultores externos eventualmente contratados para auxiliar os trabalhos do referido comitê.[146]

À luz da evolução legislativa dos Estados Unidos, a literatura teórica desenvolvida em países em que a propriedade acionária é dispersa, sobretudo nos Estados Unidos, tem atualmente sustentado que o comitê de remuneração, composto por membros independentes, deve ter um papel preponderante na fixação dos honorários dos administradores. Essa seria a solução adequada para a redução dos conflitos de interesse entre os administradores e os acionistas.[147]

Com efeito, atualmente, os comitês de remuneração são, juntamente com os comitês de auditoria e nomeação, considerados o tripé necessário complementar o controle e o monitoramento dos administradores nas companhias de capital disperso.[148] A independência dos membros é, portanto, fundamental. Os membros independentes do comitê de remuneração estão mais ligados a aspectos reputacionais que à sua própria remuneração, até porque geralmente inexistem grandes incentivos remuneratórios.[149]

---

[145] Pesquisa da consultoria Spencer Stuart, disponibilizada em matéria da Revista Capital Aberto, *Braços do Conselho*, de maio de 2007.

[146] Cf. Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), de 25 de janeiro de 2010, "Subtitle E – Accountability and Executive Compensation", seções 951 a 957, disponível em http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf. V., especiamente a seção 952, sob a rubrica "Compensation Committee Independence".

[147] Em meio ao conjunto de recomendações que estabelecem para aprimorar as práticas de remuneração, M. C. JENSEN e K. J. MURPHY preveem que:"[r]-5. Remuneration committees should carefully re-examine fixed-share and fixed option grant programs, fully understand the cost and incentive implications of fixed-share/option vs. fixed-value plans, and communicate to share recipients the value (as measured by their opportunity cost to the firm) of the grants they receive and not just the number of shares or options. (…) R-10. Remuneration committees must take full control of the remuneration process, policies, and practices, cf., *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 40 e 51. No mesmo sentido, cf. EISENBERG, Melvin Aron, *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*, 9th Ed., New York, Foundation Press, 2005, p. 650.

[148] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), p. 69.

[149] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 43.

A evolução das práticas de governança corporativa nos Estados Unidos e a influência que o mercado norte-americano exerce sobre o mercado brasileiro têm gerado mudanças importantes nas melhores práticas de governança corporativa adotadas companhias brasileiras.

Mesmo que tais mercados se sustentem em realidades ainda bastante diversas do ponto de vista da dispersão da propriedade acionária, a influência do mercado americano tem feito com que várias companhias brasileiras adotem comitês técnicos, por exemplo, para a definição da remuneração dos administradores e das políticas de risco e financeira, em cumprimento aos códigos e regulamentos brasileiros que se adaptaram a algumas exigências do mercado americano.

De fato, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC atualmente prevê que "[o]s comitês de Auditoria (vide 2.30) e Recursos Humanos [e remuneração] (vide 2.31), dada a grande possibilidade de conflitos de interesses, devem ser, de preferência, formados exclusivamente por membros independentes do Conselho, sem a presença de conselheiros internos (com funções executivas na organização)".[150]

Assim, exatamente porque uma das justificativas para sua instituição é a tentativa de evitar possíveis conflitos de interesse entre os administradores e a companhia os membros do comitê de remuneração devem, de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, ser independentes do conselho de administração e possuir conhecimento técnico e específico a respeito das matérias que deverão analisar.

O papel fundamental que o comitê de remuneração e recursos humanos também tem no desenvolvimento e execução dos processos de avaliação de desempenho dos diretores e dos membros do conselho de administração possibilita que ele desenvolva uma visão panorâmica e ao mesmo tempo pragmática das políticas de remuneração mais adequadas para a companhia.

[150] Cf. item 2.29 "Composição dos Comitês", do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Naturalmente, a sofisticação dos órgãos responsáveis por estruturar as políticas de remuneração varia de acordo com o tamanho da companhia, a complexidade de seus procedimentos internos e as práticas de governança que ela adota. Assim, algumas companhias americanas de porte avantajado geralmente apresentam, além de um comitê de remuneração, um departamento de remuneração dos administradores propriamente dito (*office of executive compensation*).[151]

No Brasil, cerca de 46% das 100 companhias com as ações mais líquidas no mercado possuem comitês de remuneração. Desses comitês, 23,91% são coordenados por conselheiros independentes.[152]

Duas críticas devem ser feitas em tom de ressalva. Em primeiro lugar, é importante ressaltar que a concepção dos comitês técnicos e consultivos, bem como o desenvolvimento da literatura teórica que posteriormente a seguiu, ocorreram em países com propriedade acionária dispersa, onde os problemas e conflitos são relativamente diferentes dos brasileiros.

De fato, em uma companhia americana com capital totalmente disperso, os administradores tendem a assumir cada vez maior influência nas decisões, de modo que os comitês podem desempenhar um importante papel de imprimir imparcialidade nos encaminhamentos de questões. No Brasil, de outro lado, onde a maioria das companhias tem controlador definido, dependendo da estrutura de capital da companhia, é possível, por exemplo, que o comitê de remuneração não desempenhe tal papel.

Assim, a mera transposição da estrutura e da disciplina dos comitês, originadas em um ambiente com companhias com base acionária dispersa, pode não ser suficiente para a solução dos conflitos ou mesmo compatível com a realidade econômica subjacente a países com controle concentrado.[153] Será necessário ter sempre à mente essas diferenças cruciais no momento de adaptação.

---

[151] K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 24.

[152] Cf. Levantamento feito pela Revista Capital aberto das 99 emissoras das ações mais líquidas. 2012. Interessante notar a queda de 2011, quando havia 55,56%.

[153] Cf. M. J. ROE, L. A. BEBCHUK, *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, 1999, disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414.

Como, todavia, os custos de agência e os conflitos de interesse tem raízes semelhantes (a concentração de poder na esfera dos administradores, no âmbito de países com propriedade acionária dispersa; ou na esfera dos acionistas controladores; no âmbito de países com propriedade acionária concentrada),[154] é possível que soluções similares sejam adotadas para ambos os problemas, adaptando-se os detalhes à realidade econômica subjacente. Portanto, mesmo diante dessa ressalva, o comitê de remuneração pode ter um importante papel no monitoramento das políticas de remuneração dos administradores nas companhias brasileiras.

Em segundo lugar, é importante destacar que, à luz da disciplina da remuneração de administradores estabelecida pela Lei nº 6.404, de 1976, o comitê de remuneração não pode substituir a assembleia geral ou o conselho de administração no cumprimento das atribuições específicas de cada um dos referidos órgãos.

A implementação dos planos de opção de compra de ações, dos quais se cuidará com mais detalhes no capítulo 5 abaixo, é um exemplo de como essa discussão pode surgir na prática. A competência para aprovar os referidos planos é da assembleia, nos termos do art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976. Há diversas providências a serem tomadas ao longo da implementação, no entanto, que são geralmente delegadas ao comitê.

Caso seja necessário alterar o plano por qualquer razão prática, por exemplo, haverá sempre uma zona limítrofe que separará a competência exclusiva da assembleia das atribuições delegadas ao comitê. Essa discussão é importante, porque ao mesmo tempo em que é necessário um órgão para dar concretude a certos aspectos da remuneração, a fixação propriamente dita da remuneração está circunscrita à competência privativa da assembleia, no qual ela não pode ser substituída pelo comitê.[155]

---

[154] V. nota 64 supra.

[155] Essa preocupação já foi manifestada em pelo menos dois casos apreciados pelo colegiado da CVM. No âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/11977, por exemplo, o Diretor Otavio Yazbek observou que: "[o] mais importante, aqui, reside na amplitude da atribuição de poderes que, no corpo do Plano, a assembleia teria aprovado. Uma vez que a aprovação do Plano se dá em termos gerais pela assembleia, é razoável que se imponham determinadas decisões e medidas, por parte de terceiros, para dar concreção àquela deliberação. A rigor, aquela atribuição costuma ser sempre necessária e é razoável que isso ocorra. 21. O que resta saber é se, na prática, o conteúdo daquela outorga extrapola os limites daquilo que se poderia atribuir, invadindo a competência legal da assembleia. Em princípio, pode-se afirmar que não é possível, ao receptor dos poderes conferidos , alterar o Plano em si, mas nada impede que se detalhe a sua implementação

De qualquer modo, observada essa segunda ressalva, o comitê de remuneração é um órgão que permite conciliar a complexidade e as especificidades de que pode se revestir a administração de algumas companhias, com a flexibilidade necessária ao desenvolvimento dos projetos.[156]

Por fim, vale esclarecer que "[o]s conselhos técnicos e consultivos que aconselham os administradores não são órgãos de linha, mas de'staff', integram a administração, participam da formação das deliberações administrativas – ou, em outras palavras, seus membros são também administradores".[157]

Por essas razões, os membros dos comitês estarão legitimados a receber as modalidades de remuneração que a assembleia fixar para a administração, nos montantes por ela fixados, inclusive a título de participação nos lucros e remuneração baseada em ações.[158] Esses valores deverão ser divulgados pela companhia juntamente com as demais

---

e que se lide com determinadas situações concretas. Em que medida, no presente caso, a atribuição de poderes ao Comitê Gestor ou ao Conselho de Administração permitiria o desvirtuamento da deliberação assemblear? Quais os limites razoáveis deste tipo de atribuição? 22. Creio que essas questões demandam análise mais aprofundada, não apenas tendo em vista o presente caso, mas também de modo a dar, aos demais participantes do mercado, um balizamento mais adequado – até porque a CVM não explorou, ainda, a matéria. Assim, recomendo à SEP que prossiga na análise da questão, em outro procedimento, a fim de, a partir daí, permitir à CVM emitir uma orientação adequada ao mercado", cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/11977, voto do Diretor Otavio Yazbek, j. 09.08.2010. No âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494, o Colegiado determinou à SEP que "desenvolva, em procedimento próprio e para posterior discussão com o Colegiado, análise sobre a questão dos limites razoáveis a serem observados quando da outorga, pela assembleia geral, de poderes a outro órgão da companhia para a gestão de plano de opção de compra de ações ou de outro plano de remuneração baseado em ações." Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494, voto da Presidente Maria Helena Santana, j. 27.01.2012.

[156] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *Remuneração do conselho consultivo com participação nos lucros*, in *A lei das S.A.,* Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 607.

[157] Vale transcrever ainda o seguinte trecho: "[a] nova lei, de acordo com a tradição brasileira, sufraga o entendimento, no sentido de ser a relação jurídica existente entre o administrador e a companhia, uma relação orgânica, institucional, não compreendida nas regras do mandato, da locação de serviço ou do contrato de trabalho. E tal relação orgânica, que vincula os integrantes do Conselho de Administração, ou os Diretores, é a mesma, rigorosamente a mesma existente entre ela e os integrantes dos órgãos técnicos ou consultivos criados pelo Estatuto Social", Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *Remuneração do conselho consultivo com participação nos lucros*, cit. (nota 156 supra), p. 609.

[158] Cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *Remuneração do conselho consultivo com participação nos lucros*, cit. (nota 156 supra), pp. 607 e ss. Ainda a esse respeito, cumpre destacar que nos Estados Unidos há estudos empíricos que demonstram que ao se outorgar remuneração baseada em ações para o comitê de remuneração, há uma redução da remuneração não atrelada à performance paga aos administradores. Vale transcrever: "CEO pay is negatively related to the share ownership of the board's compensation committee; doubling the compensation committee ownership reduces non-salary compensation by 4-5%", cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 7.

informações sobre remuneração dos administradores, nos termos do item 13, do Formulário de Referência, de que se tratará com maior detalhamento na seção 3.13 abaixo.

3.6. Acumulação de remunerações

Nas sociedades que adotam o sistema dual de administração – obrigatório nas companhias abertas –, há a possibilidade de que alguns administradores exerçam concomitantemente cargos tanto no conselho de administração quanto na diretoria, desde que dentro dos limites impostos pelo art. 143, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

As funções desempenhadas pelo administrador na qualidade de membro do conselho de administração e membro da diretoria executiva são distintas, autônomas e complementares entre si.

Considerando essa autonomia entre os papéis de membro do conselho de administração e membro da diretoria executiva, desde que o tempo dedicado ao exercício de suas funções seja compatível com o cumprimento de suas obrigações e suas responsabilidades, não há empecilho para que o administrador acumule as remunerações referentes a cada um dos órgãos.[159]

Essa possibilidade também já foi confirmada pelo Colegiado da CVM, que, acompanhando o voto do diretor relator, concordou "com a posição da SEP e da PFE de que não há nada na legislação societária que vede objetivamente a acumulação de cargos de administração e de remunerações". O relator ressalvou, todavia, que deve ser feita uma análise substancial e não meramente formal das situações de acumulação. Não basta que os limites objetivos estabelecidos pelo art. 143, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, sejam observados. É necessário transcender a análise formal da lei e verificar, no caso concreto, se os parâmetros estabelecidos pelo legislador, especialmente as responsabilidades e o tempo dedicado às funções, estão sendo devidamente observados.[160]

---

[159] Cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 465; M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 309; e J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 431.

[160] Cf. Processo Administrativo CVM RJ2007/4598, rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 13.05.2008 (v. nota 132 supra).

Vale ressalvar, no entanto, que o acúmulo dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente da companhia pode gerar consequências prejudiciais aos interesses da sociedade.

Tal acúmulo pode engendrar, por exemplo, uma indesejável concentração de poder nas mãos do administrador que acumula tais cargos. Essa concentração de poder, por sua vez, gera defasagem da supervisão sobre as atividades do mencionado administrador, incrementando os custos de monitoramento incorridos pelos acionistas e pela companhia.[161]

Por essas razões, de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente não devem ser acumulados, a fim de se evitar a excessiva concentração de poder e o incremento dos custos de supervisão. Em cumprimento às melhores práticas de governança corporativa, a possibilidade de acumulação de remunerações, dessa forma, ficaria restrita ao acúmulo dos demais cargos do conselho de administração e da diretoria.[162]

3.7. Renúncia ao cargo ou destituição do administrador

Em virtude da dinâmica das relações empresariais, não é raro que os administradores renunciem a seus cargos ou mesmo sejam destituídos antes do término do

[161] Há constatações empíricas no âmbito da literatura teórica norte-americana de que essa concentração de poder ocorrida quando a mesma pessoa ocupa o cargo de presidente do conselho de administração e diretor presidente gera um aumento de 20 a 40% da remuneração do diretor presidente, Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 7.

[162] Cf. Regulamento de Listagem do Novo Mercado BM&FBovespa: "4.4. Vedação à Acumulação de Cargos. Os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa, excetuadas as hipóteses de vacância que deverão ser objeto de divulgação específica ao mercado e para as quais deverão ser tomadas as providências para preenchimento dos respectivos cargos no prazo de 180 (cento e oitenta) dias."; e Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: "2.10 Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente. As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, mas ele deve participar das reuniões de Conselho como convidado." Relacionando a discussão especificamente com a remuneração dos administradores, M. C. JENSEN e K. J. MURPHY também fazem essa recomendação: "[r]-14. The board should be chaired by a person who is not the CEO, was not the CEO, and will not be the CEO", cf. *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 55.

mandato. Essa possibilidade decorre da própria natureza da relação jurídica entre administrador e sociedade, a qual, como se sabe, tem como uma de suas premissas a possibilidade de o administrador ser destituído a qualquer momento, *ad nutum*.[163]

Pode ocorrer, assim, que o administrador deixe de ocupar o cargo no meio do exercício social. É possível, ainda, que o administrador desempenhe suas atribuições durante um longo período do exercício, mas deixe o cargo às vésperas do término do exercício. É importante entender, dessa forma, a que regime se sujeita a remuneração dos administradores nessas hipóteses.

Como se procurou demonstrar, a relação entre companhia e administrador não é contratual, mas sim institucional. Em meio à literatura teórica, há posições no sentido de que a demissibilidade *ad nutum* dos administradores de companhias representaria um resquício da relação contratualista entre sociedade e administrador. Mas mesmo os partidários dessa tese reconhecem que os contornos da relação entre administrador e sociedade já não são contratualistas.[164]

Segundo o entendimento a respeito desses contornos institucionais que hoje prevalecem, os administradores são extensões orgânicas da companhia. Disso decorre que a remuneração devida aos administradores também não tem natureza de contraprestação contratual. Tal remuneração está vinculada a um conjunto específico de normas composto pelo estatuto social e pela Lei nº 6.404, de 1976, de modo que ela possui natureza institucional. Pode até haver um contrato celebrado entre administrador e companhia para regular a relação entre eles. Mas essa circunstância não retira a natureza institucional da remuneração dos administradores.[165]

---

[163] Essa característica da relação jurídica entre administradores e sociedades é proveniente do próprio *caput* do art. 140, da Lei nº 6.404, de 1976, segundo o qual "[o] conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo", bem como do caput do art. 143, da mesma lei, que prevê que "[a] Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração".

[164] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 125/126.

[165] Vale transcrever o entendimento da doutrina sobre esse eventuais contratos: "[e]sses contratos – não é demais insistir – não poderão fraudar a revogabilidade da investidura no cargo de administrador da companhia, que é da essência do funcionamento do órgão societário", cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 401/402. Ainda a esse respeito, a clareza e lucidez do seguinte excerto merecem sua transcrição: "[o] exercício das funções de diretor ou administrador de uma sociedade anônima não estabelece relações contratuais, ou de mandato, ou de locação de serviços entre o administrador ou diretor e a sociedade.

Uma das consequências dessas constatações é o fato de que a remuneração dos administradores não se sujeita às proteções que a lei conferiu ao empregado e às relações trabalhistas. Em virtude dessas características da remuneração dos administradores, especialmente a referida natureza de contraprestação institucional pelos serviços prestados, caso o administrador renuncie ao cargo ou dele seja destituído a qualquer tempo, a remuneração previamente deliberada para aquele administrador é revogada, de forma que ele não mais fará jus ao seu recebimento. Em outras palavras, o administrador só receberá remuneração fixa enquanto exercer seu cargo.[166]

Vale registrar a esse respeito que a jurisprudência já se manifestou em sentido semelhante, entendendo que o membro da administração só fará jus ao recebimento da remuneração fixa enquanto estiver cumprindo seu mandato como tal. Perderá tal direito, portanto, assim que for destituído do cargo.[167]

É possível, porém, que o administrador receba determinados benefícios depois de renunciar ao cargo ou de ter sido dele destituído. Trata-se dos chamados benefícios pós-emprego ou motivados pela cessação do exercício do cargo (*golden parachutes*).

Certamente que, na ausência de regras especiais sobre os direitos e as obrigações de ambos, há que se recorrer aos princípios que disciplinam o mandato ou a locação de serviço, conforme a hipótese, mas isso por analogia. O administrador ou diretor eleito pela Assembleia Geral, ou indicado por quem tenha autoridade para tanto, como nas sociedades anônimas de economia mista, não contrata com a sociedade o exercício das funções. Se o nomeado aceita o cargo, deverá exercê-lo na conformidade das prescrições legais e estatutárias que presidem o funcionamento da pessoa jurídica. Adquire uma qualidade, uma situação jurídica dentro do grupo ou corporação, a qual lhe impõe deveres e exige o desenvolvimento de certa atividade a bem dos interesses coletivos. O administrador ou diretor presta, inquestionavelmente, serviço. Mas a simples prestação de serviços, ainda quando remunerada, não basta para configurar o contrato de trabalho ou a locação de serviços", cf. T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra).

[166] Nesse sentido, vale transcrever o seguinte trecho: "[d]o caráter jurídico da remuneração decorrem consequências da maior relevância, valendo salientar que pode ela ser estabelecida no Estatuto ou pela Assembleia Geral, que se reserva o poder de fixá-la, reduzindo-a ou aumentando-a; pode ser revogada, também, a qualquer tempo, pela destituição do administrador, sem que faça ele jus a qualquer reparação, e sobretudo, não goza de proteção que a lei dispensa ao salariado (como a irredutibilidade, aumentos coletivos, crédito privilegiado em caso de falência, 13º salário, férias, etc.)", cf. A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), p. 396. No mesmo sentido: "[o]s diretores, tanto no caso de renúncia, como no de revogação, teem, em princípio, direito aos honorários vencidos até o dia em que deixarem o exercício das funções", cf. T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra), p. 21.

[167] O Tribunal de Justiça do Paraná manifestou entendimento no sentido de que "[o] Diretor Superintendente de Sociedade Anônima, afastado do cargo provisoriamente por decisão judicial e destituído posteriormente em assembleia geral extraordinária, não tem direito a percepção de remuneração mensal, posto que tal só pode correr quando esteja, efetivamente, no exercício do cargo a que fora eleito, prestando os necessários serviços a Companhia. Inteligência do artigo 152 da Lei nº 6.404/76. Agravo regimental provido (...)", cf. TJPR, 1ª Câm. Cív., Ag. Reg. nº 0053299-4/01, rel. Des. Oto Luiz Sponholz, j. 17.12.1996.

3.8. Benefícios pós-emprego e motivados pela cessação do exercício do cargo (*golden parachutes*)

A Deliberação CVM nº 600, de 2009, aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 33, que trata, entre outros assuntos, dos benefícios pós-emprego e dos benefícios por desligamento conferidos aos funcionários da companhia, definindo os parâmetros para a mensuração e o tratamento contábil de referidas modalidades de remuneração.

A norma conceitua o plano de benefício pós-emprego como "o acordo formal ou informal pelo qual a entidade compromete-se a proporcionar benefícios pós-emprego para um ou mais empregados". Entre esses benefícios, incluem-se pensões, outros benefícios de aposentadoria, seguro de vida pós-emprego e assistência médica pós-emprego.[168]

Por sua vez, o benefício por desligamento foi definido como "o benefício a empregados devido em virtude de: (a) decisão de a entidade terminar o vínculo empregatício do empregado antes da data normal de aposentadoria; ou (b) decisão do empregado de aderir a demissão voluntária em troca desse benefício". Trata-se, aqui, dos ajustes contratuais voltados a compensar os administradores pela perda de seu cargo, os chamados *golden parachutes*, cujo uso sofreu larga expansão nos Estados Unidos entre as décadas de 1970 e 1980.

Como mencionado com maior detalhamento na seção 2.1 acima, no final da década de 1970 e ao longo da década de 1980, o mercado de capitais nos Estados Unidos presenciou um intenso movimento de tomadas hostis de controle (*hostile takeovers*). Muitas dessas operações de aquisição de controle ocorreram mediante a emissão de instrumentos de dívida (*leveraged buyouts*), graças à recente emergência de um ativo mercado de dívida corporativa.

Esse ambiente propício às operações de fusão e aquisição, bem como a possibilidade de uma súbita alteração dos controladores da companhia fizeram com que os

[168] Vale registrar que, de acordo com o item 6 da A Deliberação CVM nº 600, de 2009: "[p]ara os fins deste Pronunciamento, a definição de empregado também inclui diretores e outros administradores".

administradores passassem a se preocupar com a inserção, nos contratos que celebravam com as companhias, de medidas protetivas contra a eventual perda de seu cargo decorrente de uma tomada hostil de controle.

Dessa forma, no fim da década de 1970 e, especialmente durante a década de 1980, houve uma disseminação dos contratos ou cláusulas contratuais que outorgavam aos administradores *golden parachutes* ou *golden goodbyes*, isto é, que atribuíam aos administradores pagamentos de determinadas quantias compensatórias caso eles viessem a perder os respectivos cargos em virtude da mudança de controle da sociedade.

Originalmente, esses arranjos contratuais surgiram com a finalidade de proteger a companhia contra as aquisições hostis de controle. Os citados ajustes tornariam essas operações mais caras, já que o adquirente teria que desembolsar, além do valor referente à aquisição de controle da companhia, também o montante referente ao benefício dos administradores.

No entanto, a evolução histórica das relações comerciais demonstrou que houve uma generalização e um consequente desvirtuamento dos incentivos provocados pelos *golden parachutes* e da finalidade que o instituto almejava atingir.

Com o passar do tempo, os *golden parachutes* acabaram surtindo um efeito contrário ao inicialmente concebido. Na verdade, esses arranjos contratuais passaram a facilitar as transações com alteração do controle da sociedade, já que, de um lado, as companhias adquirentes do controle não se intimidavam com os valores a serem pagos aos administradores das companhias adquiridas e, de outro, os administradores não tinham incentivos para resistir a tais operações; na prática eles até tinham incentivos para facilitá-las.[169]

Ademais, no início, os *golden parachutes* eram pagamentos devidos aos administradores em razão exclusivamente da alteração de controle da companhia. Seu uso generalizado, porém, fez com que tais cláusulas passassem a proteger os administradores

[169] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 28/29; e K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, (nota 9 supra), p. 13.

por perda do cargo em virtude de fatos outros além da alteração do controle. Os contratos passaram a prever uma remuneração para o administrador por perda do cargo desde que tal perda não fosse decorrente de negligência grosseira ou condenação criminal.[170]

Essa generalização e o consequente desvirtuamento dos incentivos envolvidos nesse tipo de benefício fizeram com que a tanto as autoridades governamentais quanto a literatura teórica nos Estados Unidos cuidasse dos *golden parachutes* com especial nível de atenção.

A primeira controvérsia efetiva envolvendo *golden parachutes* ocorreu em 1982, com o pagamento de US$4,1 milhões para o CEO da Bendix, William Agee. Naquele ano, a Bendix havia lançado uma oferta hostil para aquisição do controle da Martin Marietta, que por sua vez lançou uma oferta hostil para adquirir o controle da Bendix. O controle da Bedix, no entanto, acabou sendo adquirido pela Allied Corp., depois de devidamente pago o *golden parachutes* de seu CEO.[171]

O pagamento de uma quantia expressiva para época causou ultraje em meio aos políticos americanos. O governo procurou, então, adotar medidas para reduzir os valores envolvidos nesses arranjos contratuais. E o fez mediante normas tributárias que estabeleciam limites quantitativos para que a remuneração dos administradores fosse dedutível para fins de imposto de renda. De acordo com o *Deficit Reduction Act*, de 1984, os valores pagos a título de *golden parachutes* que ultrapassassem três vezes o valor da remuneração dos administradores seriam considerados não dedutíveis como despesas para fins de imposto de renda.[172]

Essas medidas governamentais, todavia, não surtiram o efeito desejado. Elas apenas limitaram o padrão dos *golden parachutes* a três vezes a remuneração do administrador, mas não reduziram a ocorrência desses arranjos contratuais. Na verdade, houve um aumento significativo do número de contratos que previam *golden parachutes*

[170] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 28/29.

[171] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, (nota 9 supra), p. 13.

[172] Cf K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, (nota 9 supra), p. 13.

equivalentes a três vezes o valor da remuneração. Houve, assim, uma proliferação e ocorreu apenas uma padronização das cláusulas, e não a limitação de sua utilização.[173]

Talvez um dos casos mais emblemáticos sobre *golden parachutes* tenha sido aquele envolvendo o antigo presidente da *The Walt Disney Company*, na década de 1990. Ao negociar sua remuneração com a companhia, Michael Ovitz exigiu que o contrato previsse uma proteção contra perda do cargo por quaisquer motivos outros além de negligência grosseira e má fé.

Na negociação utilizou o argumento de que já havia celebrado contratos importantes em seu empreendimento particular, uma conceituada agência de artistas e atletas (*Creative Artists Agency – CAA*). Após a negociação e aceitação das condições pelas partes, Michael Ovitz foi eleito presidente da *Disney* em outubro de 1995.[174]

Pouco mais de um ano depois, em dezembro de 1996, foi destituído por iniciativa do CEO da companhia, Michael Eisner, em razão, entre outros motivos, de a performance do administrador não ser satisfatória. Como formalmente a destituição foi realizada "sem causa", isto é, sem alegação de negligência grosseira ou má fé, Michael Ovitz passou a fazer jus ao recebimento do pacote de proteção contra a perda do cargo (*golden parachutes*), então avaliado em US$130 milhões.[175]

Naturalmente, o pagamento da quantia referente aos *golden parachutes* gerou revolta dos acionistas, que veicularam medidas judiciais alegando, entre outras coisas, (i) que a decisão do comitê de remuneração de outorgar um benefício em tão expressivo montante em favor do administrador representava prejuízo desnecessário para companhia; e (ii) que a destituição do administrador deveria ter ocorrido "com causa", e sua realização "sem causa" representava ato de liberalidade em prejuízo dos acionistas.

---

[173] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, (nota 9 supra), p. 13.

[174] Vale transcrever o seguinte excerto: "[t]he [compensation] committee members knew that by leaving CAA and coming to Disney, Ovitz would be sacrificing "booked" CAA commissions of $150 to $200 million – an amount that Ovitz demanded as protection against the risk that his employment relationship with Disney might not work out", cf. The Walt Disney Company Derivative Litigation, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998).

[175] Cf. F. A. GEVURTZ, *Disney in a comparative light*, cit. (nota 31 supra), p. 5.

Os acionistas, entretanto, não obtiveram êxito. Depois de quase uma década de litígios, a Suprema Corte do Estado de Delaware confirmou as decisões anteriores no sentido de que o caso representava um típico exercício da *business judgement rule* por parte dos demais administradores. De um lado, quanto à negociação dos *golden parachutes*, a corte aceitou as alegações dos membros do comitê de remuneração de que tal cláusula havia sido devidamente analisada e discutida entre os membros do referido comitê. De outro, quanto à destituição do administrador, apesar da existência de um memorando elaborado pelo CEO da companhia no sentido de que Michael Ovitz teria adotado condutas inaptas e desonestas, a corte aceitou as alegações de defesa de que o administrador não teria se adaptado à cultura da companhia e de que a interferência excessiva do CEO o teria impedido de obter performances melhores. Como resultado da decisão, o benefício por cessação do exercício do cargo foi mantido.[176]

O caso foi emblemático por uma série de motivos tais como os valores envolvidos e o pouco tempo pelo qual o administrador ocupou o cargo, mas particularmente porque demonstrou a alteração paulatina do propósito a que se destinavam as cláusulas de *golden parachutes*.

Tais cláusulas, que originariamente se aplicavam apenas em casos de tomadas hostis do controle acionário, passaram a servir como verdadeiros seguros dos administradores contra a perda do cargo, mesmo que não se tratasse de alteração de controle. Por essas razões, o caso *Disney* chamou a atenção do legislador e serviu de paradigma para as posteriores alterações legais e regulatórias.

Como mencionado na seção 2.1 acima, em uma iniciativa moralizadora do governo americano, o *Dodd-Frank Act*, de 2010, estabeleceu que os acionistas devem participar, ainda que em caráter não vinculante, do processo de definição da remuneração dos administradores, incluindo *golden parachutes*. Esse processo ficou conhecido como *say on pay* e objetivou uma maior participação dos acionistas no processo de fixação da remuneração dos administradores.

[176] Cf. The Walt Disney Company Derivative Litigation, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998).

Mesmo diante dessas iniciativas moralizadoras do governo americano, ainda remanescem certos questionamentos oriundos da confrontação entre a finalidade original dos *golden parachutes* e os incentivos que eles efetivamente geram para a atuação dos administradores.

Em primeiro lugar, há estudos que demonstram que a adoção de *golden parachutes* genéricos reduzem o retorno proporcionado pela companhia aos acionistas. De acordo com o raciocínio desenvolvido por tais estudos, ao fazerem com que os administradores não tenham receio de perder o cargo em decorrência da alteração do controle da companhia, os *golden parachutes* contribuem para a diminuição do controle e do interesse que os administradores têm sobre a companhia, bem como do seu rendimento. Por outro lado, esses estudos não encontraram evidências de que a adoção de *golden parachutes* reduziria as pressões do mercado de controle societário e agregaria valor por trazer uma perspectiva de longo prazo.[177]

Em segundo lugar, a adoção dos *golden parachutes* pode tornar as aquisições mais atrativas para os administradores, gerando uma verdadeira subversão de incentivos. Há uma vasta gama de estudos empíricos realizados no âmbito do mercado americano – onde esses mecanismos contratuais são bastante recorrentes –, que comprovam uma associação positiva entre a adoção dos *golden parachutes* e a probabilidade de ocorrência de operações de tomada de controle.[178]

---

[177] Cf. L. A. BEBCHUK, A. COHEN, C. C. Y. WANG, *Golden parachutes and the wealth of shareholders*, 2012, disponível em www.ssrn.com/abstract=1718488, p. 2.

[178] A maioria dos seguintes estudos encontra evidências de associações positivas entre a previsão de *golden parachutes* e o aumento da chance de tomadas de controle da companhia, cf. E. G. HARRIS, *Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare*, in *Rand Journal of Economics*, v. 21, 1990, pp. 614/625; J. C. MACHLIN, H. CHOE, J. A. MILES, *The effects of golden parachutes on takeover activity*, in *Journal of Law and Economics*, v. 36, 1993, pp. 861/876; J. F. COTTER, M. ZENNER, *How managerial wealth affects the tender offer process*, in *Journal of Financial Economics*, v. 35, 1994, pp. 63/97; J. BORN, E. TRAHAN, *Golden parachutes: incentive aligners, management entrenchers, or takeover bid signals*, in *Journal of Financial Research*, v. 16, 1993, pp. 299/308; P. L. HALL, D. C. ANDERSON, *The effect of golden parachutes on shareholder wealth and takeover probabilities*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 24, 1997, pp. 445/463; A. AGRAWAL, C. KNOEBER, *Managerial compensation and the threat of takeover*, in *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998, pp. 219/339; C. E. LEFANOWICZ, J. R. ROBINSON, R. SMITH, *Golden parachutes and managerial incentives in corporate acquisitions: evidence from the 1980s and 1990*, in *Journal of Corporate Finance*, v. 6, 2000, pp. 215/239; T. W. BATES, D. A. BECHER, M. L. LEMMON, *Board Classification and managerial entrenchment: evidence from the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, v. 87, 2008, pp. 656/677; e T. SOKOLYK, *The effect of antitakeover provisions on acquisition targets*, in *Journal of Corporate Finance*, v. 17, pp. 612/627.

Diante dessas evidências, há três hipóteses que poderiam explicar o funcionamento dos *golden parachutes*. A primeira hipótese é a de que a necessidade de um pagamento adicional (*surplus*) referente à compensação do administrador reduziria o interesse na aquisição da companhia e, consequentemente, reduziria o número de operações de tomada de controle. A segunda hipótese é a de que os administradores teriam incentivos para que as operações de tomada de controle acontecessem, pois teriam valores a receber caso tais operações se consumassem. Por fim, a terceira é a de que o administrador teria uma informação adicional a respeito de uma possível transação de tomada de controle e por isso, já no momento de negociar sua remuneração com a companhia, exige a inclusão de um *golden parachutes* em valores elevados. As evidências apuradas pelos estudos empíricos acima mencionados seriam contrárias à primeira hipótese, e consistentes com a segunda e com a terceira hipóteses.

A prática norte-americana demonstra, assim, que a utilização generalizada dessas cláusulas nem sempre é convergente com os melhores interesses da companhia e dos acionistas. As estratégias de remuneração devem ser estruturadas com o objetivo de recompensar o administrador pelos serviços prestados e alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas. A adoção indiscriminada dos *golden parachutes* pode gerar incentivos que afastem os interesses dos administradores dos interesses dos acionistas, colocando a sua finalidade e a sua adequação aos interesses da companhia em dúvida. Em determinados casos extremos, por exemplo, a companhia não poderá deixar de pagar a remuneração ao administrador, mesmo que ele tenha sido destituído por incompetência ou alguma outra justa causa.

Por essas razões, segundo M. C. JENSEN e K. J. MURPHY, a utilização desse tipo de cláusula deve ser desencorajada pelas companhias e a sua eventual existência deve estar vinculada à previsão de que a remuneração não será devida em caso de destituição com justa causa. Vale transcrever a recomendação: "[r]-3. Employment contracts for CEOs and top managers should be discouraged and when they do exist they should not provide for compensation when a manager is terminated for incompetence or cause".[179]

[179] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 29.

No Brasil, há pelo menos dois pontos que merecem especial destaque. Em primeiro lugar, o mercado de tomadas de controle societário não se desenvolveu avidamente como nos Estados Unidos. Esse foi um dos motivos que fez com que essas cláusulas não ganhassem a mesma visibilidade e importância por aqui, sendo raros, por enquanto, os casos apreciados pelo órgão regulador e pelo poder judiciário.

Em segundo lugar, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, quem aprova a remuneração dos administradores das companhias brasileiras é assembleia geral, de modo que o acionista ainda tem certo controle sobre a fixação dos benefícios conferidos aos administradores.

De toda forma, a análise da experiência e dos questionamentos existentes no mercado norte-americano pode ser importante e útil para os rumos que se pretenda dar na política regulatória no país e mesmo nas decisões judiciais e administrativas.

A esse respeito, cumpre destacar que no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4857, o Colegiado da CVM analisou um plano de remuneração outorgado aos administradores da Embratel Participações S.A. que previa a incidência de uma compensação ao administrador pela perda do respectivo cargo. A companhia desembolsou cerca de R$ 92 milhões a título de benefícios oriundos do referido plano, sendo R$52.714.669,86 apenas para o diretor presidente.

A controvérsia existente no caso dizia respeito à ausência de aprovação pela assembleia geral da previsão que outorgava tal benefício aos administradores. A remuneração aprovada pela assembleia somava o montante de R$35 milhões. O Colegiado da CVM se manifestou pela necessidade de que tais benefícios, tanto os pós-emprego quanto os decorrentes da cessação do exercício do cargo, sejam aprovados pela assembleia juntamente com a fixação da remuneração dos administradores.[180]

[180] Um dos principais argumentos da defesa se apoiava na Súmula 215 do STJ, segundo a qual "[a] indenização recebida pela adesão a programa de incentivo à demissão voluntária não está sujeita à incidência do Imposto de Renda". De acordo com o raciocínio da defesa, os benefícios pela cessação do exercício do cargo teriam natureza indenizatória e, portanto, não integrariam a remuneração do administrador, não exigindo aprovação em assembleia geral. A PFE assim se manifestou: "em que se pese o caráter controvertido da questão, a resposta ao questionamento posto, s.m.j., é positiva, no sentido da necessidade de ter sido o Plano de Retenção da Embratel aprovado pela assembleia geral da companhia", pois "nas hipóteses em que tal previsão [da indenização] se der de maneira prévia a tal desligamento, como se deu no caso sub examine, em que surge uma prefixação de valor indenizatório (...) a indenização se equipara a um benefício

O entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM no caso citado é consonante com as previsões da Instrução CVM nº 480, de 2009. De fato, ao tratar da remuneração dos administradores das companhias, o item 13.2 do Formulário de Referência exigiu a divulgação dos benefícios pós-emprego[181] e dos benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo. Adicionalmente, o item 13.12. do mesmo documento impõe às companhias a obrigação de "[d]escrever arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos que estruturem mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria, indicando quais as consequências financeiras para o emissor".

A exigência de divulgação dessas informações pode ter dois papeis de fundamental importância. Do ponto de vista do investidor, a transparência reduz a assimetria de informação, possibilitando que os acionistas tenham acesso a informações que eventualmente não tenham seguido os trâmites legalmente previstos, como ocorreu no caso acima mencionado, e, com base nessas informações, realizem a fiscalização e os questionamentos que entenderem pertinentes.

Do ponto de vista da companhia, a obrigação de divulgar certamente terá um efeito indutor. Por estar obrigada a divulgar as práticas que adota em relação aos benefícios pós-emprego e relativos à cessação do exercício do cargo, há uma tendência de que a companhia adote práticas mais adequadas aos interesses dos acionistas.

---

indireto". Por fim, o Rel. Diretor Otavio Yazbek proferiu voto no seguinte sentido: "[n]ão vejo como tal argumento possa se sustentar. Inicialmente porque não há como falar em caráter exclusiva e tipicamente indenizatório, para os presentes efeitos, se os termos e condições de pagamento das verbas são definidos antecipadamente, em um "pacote de benefícios". A partir do momento em que aqueles benefícios são pré-definidos e apresentados aos executivos para fins de retenção, não há como ignorar que eles integram, também, o pacote de remuneração. Para ilustrar o exposto e reforçar a sua razoabilidade, lembro que esta afirmação está em linha com os termos do Formulário de Referência (Anexo 22 da Instrução CVM nº 480, de 7.12.2009) que, desde a primeira minuta colocada em audiência pública e sem que esse ponto tenha sido questionado pelos participantes daquela audiência, coloca os "benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo" sobre a rubrica "remuneração dos administradores". Ainda nessa linha, lembro que o item 13.2 do Formulário de Referência, ao tratar da remuneração reconhecida no resultado dos três últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente, pede para se segregar as informações entre (i) remuneração fixa anual, (ii) remuneração variável, (iii) benefícios pós-emprego, (iv) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, e (v) remuneração baseada em ações", cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4857, Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 23.08.2011.

[181] De acordo com o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N°03/2012 de 9 de maio de 2012: "[n]as informações relativas ao assunto [benefícios pós-emprego], devem ser incluídos os valores relativos a planos de previdência privada".

3.9. Art. 157, §1º, d, da Lei nº 6.404, de 1976: revelação das condições dos contratos de trabalho à assembleia geral

Como já salientado acima, a Lei nº 6.404, de 1976, procura facilitar ou induzir o profissionalismo na gestão da companhia, compreendendo a segregação entre propriedade do capital e seu controle. Trata-se de decorrência direta dos contornos institucionais que a lei procurou conferir à sociedade anônima, a fim de que a companhia possa desempenhar efetivamente seu papel de célula propulsora do desenvolvimento.[182]

Essa tendência à profissionalização da administração da companhia levará necessariamente à contratação de terceiros que não integram o quadro social para realizar a gestão do empreendimento. Por essas razões, a Lei nº 6.404, de 1976, admitiu, além da possibilidade de que antigos empregados sejam nomeados para os cargos de administração, o que ensejaria a continuação dos respectivos contratos de trabalho, a possibilidade de que a companhia celebre contratos de trabalho com terceiros que podem exercer papéis relevantes de administração.[183]

Esses contratos, no entanto, embora confiram maior segurança ao administrador, uma vez que explicitam formalmente os termos de sua relação com a companhia, não impedirão a destituição a qualquer momento, por deliberação da assembleia ou do conselho de administração, conforme o caso. [184]

---

[182] A esse respeito, A. LAMY FILHO esclarece que a Lei nº 6.404, de 1976, compreendeu a "incoercível tendência para a fissão entre propriedade e gestão da companhia", cf. *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), 1992, p. 401.

[183] Vale registrar, apenas a título elucidativo, que os contratos de trabalho celebrados com indivíduos que já sejam empregados da sociedade continuam vigorando após a eleição do empregado para exercer cargo na administração da companhia. Para esses casos, A. LAMY FILHO observou ainda que "nada impede, sob o império da lei atual desde que não extravase aos '*standards*' do artigo 152 – seja adotada norma no sentido de que os vencimentos percebidos pelo funcionário eleito para o cargo de Diretor não serão prejudicados com a eleição, sendo aos mesmos acrescida – a qualquer título – uma dotação votada pela assembleia, mensal ou anual", cf. *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 394 e ss.. Diferente será a situação do empregado da companhia eleito para o cargo de administrador sem contrato de trabalho que discipline a hipótese, não dispondo a respeito nem o estatuto nem a deliberação da assembleia que o eleger. Nesse caso, como salienta o autor "[a]o aceitar as funções, passa a fazer jus à remuneração nas condições vigorantes para os demais administradores; seu contrato de trabalho entende-se interrompido, tendo ele direito a reverter ao cargo efetivo quando deixar o exercício da função e à contagem desse tempo para todos os efeitos legais, menos o da estabilidade (art. 499, da CLT)".

[184] Conforme esclarece A. LAMY FILHO, esses contratos "[p]oderão conter todas as estipulações necessárias ao acordo de vontades, em cada caso – observados, sempre, os limites da razoabilidade enunciados no artigo

É importante destacar que a Lei nº 6.404, de 1976, impôs aos administradores a obrigação de informar à assembleia as condições dos contratos de trabalho celebrados com diretores e empregados de alto nível. De fato, nos termos do art. 157, §1º, d, da Lei nº 6.404, de 1976 os administradores também devem informar "as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível".[185]

3.10. Remuneração dos membros do conselho fiscal.

Nos termos do art. 162, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, "[a] remuneração dos membros do conselho fiscal, além do reembolso, obrigatório, das despesas de locomoção e estada necessárias ao desempenho da função, será fixada pela assembleia geral que os eleger, e não poderá ser inferior, para cada membro em exercício, a dez por cento da que em média, for atribuída a cada diretor, não computados benefícios, verbas de representação e participação nos lucros".

Com a edição da Lei nº 9.457, de 1997, os benefícios de qualquer natureza e verbas de representação foram formalmente incorporados aos honorários dos administradores, e a competência para deliberar a respeito de sua atribuição aos membros da administração passou a ser privativa da assembleia.

Esse mesmo diploma expressamente excluiu os referidos benefícios e verbas da base de cálculo da remuneração dos membros do conselho fiscal. Assim, a remuneração dos fiscais corresponderá a um valor não inferior a 10% do valor recebido pelos diretores da companhia, excluídos dessa base de cálculo os benefícios indiretos e as verbas de representação.

---

152 da nova Lei – mas nunca impedir a destituição do administrador, da competência da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração", cf. *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, cit. (nota 71 supra), pp. 401/402.

[185] Parte da doutrina critica esse dispositivo em razão da inexistência de vínculo e contrato de trabalho entre administrador e companhia, cf. F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 399. Procurando solucionar essa questão, M. CARVALHOSA afirma que "o legislador, na espécie, não quis referir-se a diretores estatutários, enquanto membros do órgão da administração da companhia, mas sim a empregados a que se atribui, no organograma da empresa, o título de diretores", cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 404.

A remuneração dos membros do conselho fiscal é atualmente regida por dois princípios. Em primeiro lugar, entende-se que a remuneração dos membros do conselho fiscal, em moldes análogos aos honorários dos administradores, deve ser compatível com os serviços por eles prestados e as responsabilidades por eles assumidas. A remuneração não dever, portanto, ser meramente simbólica, mas sim compensatória.

Em segundo lugar, em razão da natureza fiscalizadora de suas atividades, entende-se que a remuneração dos membros do conselho fiscal não deve ter relação patrimonial com os resultados da companhia. Haveria, de fato, um custo de supervisão talvez intransponível se os membros do conselho fiscal tivessem sua remuneração atrelada aos resultados, já que esse tipo de remuneração poderia representar um incentivo perverso no desempenho da fiscalização das contas da companhia.[186]

Por essas razões, o Item 5.8 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC prevê que: "[n]ão deve haver remuneração variável para Conselho Fiscal. O montante deve ser fixado em função da remuneração total atribuída aos executivos, incluindo valores recebidos por estes através de diferentes empresas de um mesmo grupo".

A remuneração dos membros do conselho fiscal deverá ser informada, nos termos do item 13.1, do Formulário de Referência. A exigência de prestação da informação tem três finalidades. Em primeiro lugar, pretendeu-se estender os parâmetros de transparência instituídos pela Instrução CVM nº 480, de 2009, para os dados relativos à remuneração dos membros do conselho fiscal. Em segundo lugar, essa previsão tem a finalidade de possibilitar a verificação da disparidade entre a remuneração dos administradores e aquela atribuída aos membros do conselho fiscal. Por fim, tal exigência também tem uma finalidade indutora de cumprimento do art. 162, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976.

[186] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 523.

Caso os membros do conselho fiscal tenham prestado seus serviços devidamente e não recebam o respectivo pagamento, estarão obviamente legitimados a realizar a cobrança judicial dos valores.[187]

3.11. Não pagamento pela companhia da remuneração fixada em assembleia

Uma vez deliberada e fixada pela assembleia geral de acionistas, a remuneração passa a ser crédito detido pelos administradores contra a sociedade. Diferentemente da participação nos resultados, a remuneração em sentido estrito depende da prestação satisfatória dos serviços pelos administradores e não da apuração de lucro.

Ademais, ainda diferentemente da participação nos lucros, a remuneração em sentido estrito guarda uma relação direta de equivalência entre serviços prestados e contraprestação devida. Portanto, tal modalidade não está atrelada da existência de lucros, devendo ser paga mesmo que eles não existam.

Caso tenham prestado seus serviços satisfatoriamente e no melhor interesse da companhia e a sociedade não realize o pagamento da remuneração, estarão eles legitimados a realizar a cobrança judicial dos valores devidos.[188]

---

[187] Vale registrar o seguinte julgado: "[a]pelação Cível. Ação de cobrança. Membro de conselho fiscal de sociedade anônima. Renúncia à percepção de honorários manifestada pelo acionista representado, por razões de caráter normativo. Invalidade. É devida a verba honorária decorrente de exercício da função de membro do conselho fiscal, por força da lei nº 6404/76 e aprovação unânime da assembleia geral respectiva. A renúncia àquela percepção, manifestada pela empresa acionista, por razões de caráter normativo, não pode atingir o direito pessoal da representante que efetivamente exerceu a função". No caso, a Petrobras Distribuidora S.A. havia renunciado à remuneração a que faria jus o membro do conselho fiscal que a representava em companhia coligada, cf. TJRJ, 11ª Câm. Cív., Ap. Cív. Nº 2003.001.25324, rel. Des. José Carlos de Figueiredo, j. 03.12.2003.

[188] O Tribunal de Justiça de Santa Catarina já se manifestou em um caso de cobrança judicial da remuneração do administrador. O pedido foi rejeitado por ausência de cumprimento de requisitos formais para investidura no cargo de administrador e ausência de comprovação de exercício das funções de administração: "[c]omercial. Cobrança. Eleição de empregado diretor de sociedade anônima. Alegação de posse perante a assembleia geral e de concomitância de exercício do cargo de diretor e de gerente, este já exercido anteriormente. Ausência de prova da investidura e do efetivo exercício do cargo de direção. Pedido de honorários de diretor indevidos. Nomeação sem eficácia jurídica. Inteligência do art. 149, caput parágrafo único, da Lei nº 6.404/76. Improcede o pedido de cobrança de honorários de diretor formulado por empregado, no exercício de gerência da companhia, que, ainda que eleito para o cargo de direção, em assembleia geral, não logrou provar, por qualquer meio, ter exercido as funções ou ter sido investido no cargo respectivo. Consoante o art. 149 e parágrafo único, da Lei das Sociedades Anônimas, os diretores serão investidos nos seus cargos mediante assinatura de termo de posse, perante o Conselho de Administração ou da Diretoria, conforme o caso. Não assinado o termo nos trinta dias subsequentes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito", cf. TJSC, 4ª Câm. Cív., Ap. Cív. nº 1996.004610-0, Rel. Des. Pedro Manoel Abreu, j. 19.02.1998.

3.12. Remuneração dos administradores nos grupos societários

De acordo com o regime dual de grupos adotado pela Lei nº 6.404, de 1976, os grupos societários podem ser, de um lado, de direito, e, de outro, de fato.

Os grupos de direito se originam a partir de uma convenção grupal firmada pelas sociedades que o compõem, de modo que a unidade econômica das integrantes se legitima por este contrato celebrado entre elas. Os grupos de direito foram tratados no Capítulo XXI, em que o legislador regulou os grupos constituídos mediante celebração de convenção grupal.

Os grupos de fato, por sua vez, são decorrentes das influências entre controladoras, controladas e coligadas, oriundas do exercício do poder de controle, independentemente de contrato ou convenção entre as sociedades integrantes do grupo. Os grupos de fato foram disciplinados no Capítulo XX da Lei nº 6.404, de 1976, em que o legislador cuidou das chamadas relações intersocietárias (sociedades coligadas, controladas e controladoras).[189]

Nos grupos de direito, a convenção grupal chancela a unidade econômica existente entre as sociedades. Nessa estrutura em que se observa "um conjunto de sociedades juridicamente independentes, mas economicamente unidas", o interesse do grupo prevalece em relação ao interesse individual de cada companhia.[190]

A Lei nº 6.404, de 1976, foi expressa quanto à estrutura administrativa e à remuneração dos administradores nos grupos de direito. Com efeito, procurando instaurar um ambiente de atuação harmônica e um melhor atendimento aos objetivos comuns do grupo de direito, o art. 272 da Lei nº 6.404, de 1976, determina que o grupo tenha uma estrutura administrativa própria, distinta, portanto, das administrações das sociedades que o

[189] Essa diferença foi assim abordada pela Exposição de Motivos: "[...] o Projeto distingue duas espécies de relacionamento entre sociedades, quais sejam: a) sociedades coligadas, controladoras e controladas, que mantêm entre si relações societárias segundo regime legal de sociedades isoladas e não se organizam em conjunto, reguladas neste capítulo; b) sociedades controladoras e controladas que, por convenção levada ao Registro do Comércio, passam a constituir grupo societário, com disciplina própria, prevista no capítulo XXI", Cf. Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda 196, de 24.06.1976, in Diário do Congresso Nacional, Seção 1, Suplemento ao nº 85, de 07.08.1976.

[190] Cf. F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), pp. 470 e ss.

compõem. Essa estrutura administrativa poderá ser composta por um órgão de deliberação colegiada e cargos de direção geral.[191]

Para viabilizar a estrutura administrativa nos grupos de direito, o art. 274, da Lei nº 6.404, de 1976, previu as formas de remuneração dos administradores e o seu custeio ao estabelecer que "[o]s administradores do grupo e os investidos em cargos de mais de uma sociedade poderão ter a sua remuneração rateada entre as diversas sociedades, e a gratificação dos administradores, se houver, poderá ser fixada, dentro dos limites do § 1º do art. 152 com base nos resultados apurados nas demonstrações financeiras consolidadas do grupo".

O dispositivo pode ser segmentado em duas partes. A primeira delas cuida da forma de remuneração dos administradores do grupo propriamente ditos, nos termos do art. 272, da Lei nº 6.404, de 1976, bem como daquelas pessoas que ocupem cargos de administração em mais de uma das sociedades integrantes do grupo. Já a segunda parte do dispositivo aborda a possibilidade de os administradores do grupo e daqueles investidos em cargos em mais de uma sociedade fazerem jus à participações nos lucros. Essa segunda parte será analisada no capítulo 4, abaixo.

A doutrina assemelha a regra prevista no art. 274, da Lei nº 6.404, de 1976, à prática norte-americana do *interlocking officers system,* encontrada nas *polycorporate enterprises*. Ou seja, como o grupo não constitui pessoa jurídica, a remuneração de seus administradores deverá ser paga pelas sociedades que o integram. Em virtude de as sociedades integrantes convergirem para o crescimento do grupo, os administradores, de acordo com o grau de cargos e funções, devem gozar de um sistema de "equivalência remuneratória" regido pelo princípio da isonomia. Para a execução desse sistema de remuneração faz-se necessária a previsão do rateio na convenção grupal, que deverá abranger tanto os dirigentes do grupo (art. 272, da Lei nº 6.404, de 1976) quanto os administradores que exercem cargos estatutários em mais de uma das sociedades integrantes do grupo. Isto porque, sem essas regras estatutárias específicas para cada uma das sociedades, nem os seus administradores poderão participar do rateio, nem a sociedade

[191] "Art. 272. A convenção deve definir a estrutura administrativa do grupo de sociedades, podendo criar órgãos de deliberação colegiada e cargos de direção-geral."

poderá contribuir para a remuneração dos dirigentes do grupo ou dos administradores das demais sociedades.[192]

Em não havendo disposição expressa na convenção grupal, caberá ao órgão colegiado deliberar, sendo o rateio proporcional ao capital de cada sociedade o método mais equitativo nessa hipótese.[193]

Vale ainda registrar que os órgãos competentes para fixar a remuneração a ser paga aos administradores, na forma do rateio, são as "assembleias gerais ordinárias de cada uma das sociedades integrantes do grupo, mesmo por que tal atribuição é indelegável (art. 139)".[194]

Ocorre, no entanto, que os grupos de direito são quase inexistentes no Brasil. Essa realidade prática brasileira transformou em letra praticamente morta os dispositivos referentes à remuneração dos grupos de direito. Portanto, como salienta a doutrina, salvo raras exceções, não há suporte fático para a aplicação da disciplina referente à remuneração dos grupos de direito.[195]

Por outro lado, os grupos de fato dominam a cena econômica brasileira. Em relação aos administradores de companhias que compõem grupos de fato, porém, a lei silenciou. Prevalece, portanto, a disciplina já prevista ordinariamente para remuneração dos administradores das sociedades anônimas. Nesse sentido, conforme observado pelo diretor relator no âmbito do processo administrativo que analisava possíveis irregularidades na remuneração de administradores de companhias integrantes de grupo de

---

[192] Vale reproduzir: "[o] mesmo princípio de isonomia aplica-se no caso de remuneração. Pressupondo a lei que todas as sociedades participantes do grupo operam relevantemente para um mesmo objetivo, ou seja, o do grupo, conforme os termos da convenção, adota-se o sistema da equivalência remuneratória de todos os administradores, conforme a graduação dos cargos e das funções que exerçam. Tem essa norma, outrossim, o sentido de viabilizar, em termos de produtividade, todos as sociedades participantes, independentemente da posição estratégica, contribuição ou projeção que cada uma ostenta no grupo", cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 408 e ss. Cf. também J. LOBO, *Grupo de Sociedades*, in *RT*, nº 636, out. 1988, pp. 25 e ss.

[193] F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), pp. 470 e ss.

[194] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 408 e ss.

[195] Cf. V. M. PRADO, *Grupos Societários: análise do modelo da Lei 6.404/76*, in *Revista Direito GV*, v.2, jun./dez. 2005, p. 18; e F. K. COMPARATO, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit. (nota 73 supra), p. 324.

fato, "o art. 274 da Lei nº 6.404/76 não se aplica ao caso concreto, pois se trata de regra inserta em capítulo da lei reservado aos grupos de direito".[196]

Diferentemente do grupo de direito, em que há um rompimento do pressuposto da independência das sociedades que o compõem e em que o interesse da organização plurissocietária tem relevância e recebe proteção legal, no grupo de fato o interesse da sociedade isolada continua preponderante e deve ser assim respeitado.[197]

O desrespeito ou prejuízos causados ao interesse das sociedades isoladas pode configurar abuso do poder de controle e conflito de interesses (arts. 246 e 115). Ademais, nos termos do art. 245, da Lei nº 6.404, de 1976, nos grupos de fato, os administradores não podem atuar de maneira a beneficiar qualquer companhia controlada, controladora ou coligada, devendo zelar para que as operações entre tais companhias sejam realizadas em bases estritamente comutativas ou mediante adequado pagamento compensatório.[198]

No âmbito dos grupos de fato, essa discussão é importante na medida em que o silêncio da lei a esse respeito pode abrir margem para abusos. Pode ocorrer, por exemplo, que um dos administradores da controladora componha também a administração das controladas integrantes do grupo. Nessa hipótese, pode ocorrer que o pagamento da remuneração desse administrador seja realizado por apenas uma sociedade do grupo, que poderia ser, por exemplo, uma controlada. A princípio, esse poderia ser um bom exemplo em que o controlador se vale de sua influência para fazer com que a controlada pague a integralidade da remuneração do administrador, fazendo com que ela não seja paga proporcionalmente pelas sociedades. Essa poderia ser uma manobra do controlador para transferir às controladas custos que deveriam ser suportados por ele próprio. Essa manobra

---

[196] Cf. Processo Administrativo CVM RJ2007/4598, rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 13.05.2008.

[197] Cf. V. M. PRADO, *Grupos Societários: análise do modelo da Lei 6.404/76*, cit. (nota 195 supra), p. 12. Nesse mesmo sentido, "[o] fato é que, em nossa experiência, a autonomia formal das sociedades, isoladamente consideradas, sempre foi tida como dogma, com abstração quase que absoluta da realidade constituída pelos grupos, como entidades concretas e relevantes com tais para o direito", cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 696

[198] "Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo."

poderia ainda ser adotada para "esvaziar o caixa" das sociedades controladas, sem alterar o da controladora, ou mesmo realizar uma distribuição fictícia de lucros.

Ademais, caso se esteja falando de remuneração fixa na hipótese acima sugerida, isto é, sem maiores incentivos de longo prazo, como aqueles que podem ser proporcionados por opções de compra de ações, o alinhamento de interesses entre administrador e acionistas da companhia pode estar comprometido.

Além disso, pode ocorrer também que um plano de opções de compra ou de incentivos aos administradores preveja que os membros da administração das sociedades controladas receberão, como parte de sua remuneração, opções de compra de ações da companhia controladora. Em tese, essa alternativa é permitida, mas sua adoção deverá ser cercada de cautelas, uma vez que novamente se está diante de situações que podem representar abusos e fragilizar o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. Das opções de compra e dessas hipóteses que podem gerar abusos em grupos de sociedades, cuidaremos com maior detalhamento na seção 5.9, abaixo.

Pode ocorrer, ainda, que o controlador exerça sua influência determinante para, injustificadamente, fazer com que os membros dos conselhos de administração das companhias controladas sejam os mesmos administradores da companhia controladora, recebendo remuneração por todos os cargos ocupados. Vale ressalvar que essa hipótese é corriqueira na realidade empresarial brasileira, ocorrendo muitas vezes de forma regular de acordo com as peculiaridades de cada grupo societário. Naturalmente, portanto, só representará abuso, ensejando impugnação, se sua observância ocorrer de maneira injustificada.[199]

[199] Hipótese semelhante foi analisada por LEÃES, em parecer no sentido da regularidade da situação em que conselheiros ocupavam cargos em várias sociedades do grupo recebendo remuneração relativa a cada um dos cargos: "[p]ois admitida a constituição de Conselhos de Administração como técnica de compor interesses de acionistas controladores e não-controladores, e de execução de acordos de acionistas, não vemos como caracterizar de abusiva a reprodução dos quadros de conselheiros, que garantem as posições relativas dos diversos grupos de acionistas convenentes. Dir-se-á que, assim o fazendo, apenas os controladores se beneficiam com os estipêndios, prejudicando a minoria alheia aos cargos? Mas a esses direitos correspondem deveres, a que a minoria também não está obrigada. Ademais, solução odiosa seria a de propor a gratuidade do exercício das funções, mas mesmo assim ilícita, pois, como já dissemos, desde 1940 a lei do anonimato descartou essa possibilidade.", cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração*, cit. (nota 88 supra), p. 197. Hipótese similar, envolvendo acúmulo de cargos e remunerações, também foi analisada pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ2007/4598, rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 13.05.2008. Vale registrar ainda que, caso o administrador preste serviços a várias sociedades do grupo, "nada há de estranhável no fato de alguém prestar serviços, seja com ou sem

Uma outra possibilidade seria os administradores se valerem dos cargos que ocupam nas sociedades componentes do grupo, bem como das formas societárias das referidas companhias para realizarem manobras de "desvios e transferências de competência" para aprovação de determinadas matérias.

Assim, por exemplo, os administradores que ocupam a administração da controladora *aberta* e de controladas *fechadas* poderiam arbitrar o *locus* em que julgam que a aprovação de determinado plano de remuneração será mais facilmente obtida e estará sujeita a menores exigências de transparência. A assembleia de uma das companhias fechadas cumpriria com esses requisitos e ela seria inevitavelmente prejudicada, assim como os acionistas minoritários da controladora que não teriam tido a oportunidade de participar do conclave e opinar a respeito do referido plano de remuneração.[200]

Em casos como os acima mencionados, a maior preocupação parece residir na eventual prática do abuso de poder do controlador por meio da malversação dos bens sociais tanto da controladora como das controladas, bem como da violação do dever de lealdade por parte dos administradores. Como visto, isso poderá ocorrer por meio da atribuição de remuneração excessiva e supérflua, sobrecarregando o custo administrativo das empresas, e sangrando os resultados finais, que afetariam os minoritários, que não dispõem de cargos em tais órgãos. Nos Estados Unidos, essa prática é conhecida como *siphoning off corporates wealth*.[201]

Como visto, nos grupos de fato o interesse das sociedades isoladas continua preponderante, não sendo superado pelo interesse do grupo. Conforme também foi esclarecido, diferentemente do que ocorreu para os grupos de direito, para os quais a lei foi

---

relação de emprego, a diferentes empresas de um mesmo grupo econômico, mediante pagamento de remuneração por apenas uma delas.", cf. A. WALD, *Caracterização do grupo econômico de fato e suas consequências quanto à remuneração dos dirigentes de suas diversas sociedades componentes*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 25, jul. 2004, pp. 145 e ss.

[200] Caso semelhante foi analisado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4857, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. 23.08.2011.

[201] Cf. F. K. COMPARATO, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit. (nota 73 supra), pp. 313/314. A esse respeito, o autor esclarece que "[u]ma maneira disfarçada de se desviarem lucros da sociedade, os quais, normalmente, deveriam aproveitar aos acionistas consiste na exagerada remuneração dos administradores. O caso ocorre com frequência, quando estes são também os controladores e pode combinar-se, ou não, com a inadequada distribuição de dividendos".

expressa quanto à remuneração, para os grupos de fato aplicam-se as regras sobre remuneração insertas no art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976.

Dessa forma, a princípio, para o cumprimento do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, a remuneração fixada pela assembleia deve destinar-se a administradores da própria companhia. É isso que o caput do referido dispositivo presume ao estabelecer que "[a] assembleia geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado".

Portanto, salvo justificativa pormenorizada devidamente divulgada aos acionistas, e que contemple o cumprimento do interesse das sociedades envolvidas e o cumprimento do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, não pode o controlador influenciar a controlada a realizar pagamento de remuneração a administradores devida por ele próprio, controlador. Isso representaria abuso do poder de controle (art. 117, da Lei nº 6.404, de 1976) e violação do dever de lealdade (art. 155, da Lei nº 6.404, de 1976) dos administradores que orientaram os negócios da companhia nesse sentido.[202]

Nesses casos, o abuso do poder de controle, nos moldes do art. 117, da Lei nº 6.404, de 1976, restará caracterizado sempre que o controlador utilizar seu poder para fixar a remuneração dos administradores em desacordo com o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976.[203]

---

[202] V. interessante discussão desenvolvida no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ2010-2639. Tratava-se de pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência para realização de assembleia geral da companhia Duke Energy International Paranapanema S.A., apresentado nos termos do art. 124, §5º, da Lei nº 6.404, de 1976. O Requerente pleiteava a interrupção porque a companhia teria procedido ao pagamento "de remuneração direta e indireta à alta administração superior ao determinado em Assembleia Geral de 20.04.2009, bem como ao pagamento de pro labore, bonificações e benefícios concedidos e devidos pela controladora Companhia Duke Energy Corp., em detrimento da Companhia e demais acionistas". O pedido de interrupção foi indeferido pelo Colegiado da CVM por votação por maioria. No entanto, a SEP consignou em seu memorando que havia "evidências de que a proposta de deliberação assemblear sob exame buscaria transferir à Companhia despesas com remuneração dos administradores que são devidas pela Duke Energy Corp., acionista controlador da Companhia, o que configuraria, por parte deste último, descumprimento ao disposto no art. 116, parágrafo único, da LSA, e, por parte dos administradores da Companhia, infração ao disposto no 'caput' do art. 154 da LSA", cf. Processo Administrativo CVM RJ2010-2639, j. 09.03.2010.

[203] Cf. Processo Administrativo CVM RJ2007/4598, rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 13.05.2008.

Ademais, restará configurada violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, da Lei nº 6.404, de 1976, caso os administradores preterirem os interesses e os procedimentos internos de uma companhia que administram para, por exemplo, lograrem aprovar uma determinada política de remuneração que lhes é favorável.[204]

Vale registrar, por fim, que o Formulário de Referência exige a indicação da existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos (13.1.f). Ademais, o item 13.15. do Formulário de Referência determina a divulgação dos valores reconhecidos no resultado de controladores, diretos ou indiretos, de sociedades sob controle comum e de controladas do emissor, como remuneração de membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal do emissor. A Instrução CVM nº 480, de 2009, será discutida com maior detalhamento na seção subsequente.

3.13. A Instrução CVM nº 480, de 2009

[204] A esse respeito, vale destacar o já mencionado PAS CVM nº RJ2008/4857 recentemente julgado pela CVM. No caso analisado pela CVM, alguns dos administradores compunham tanto a administração da controladora EmbraPar, companhia aberta, quanto da controlada Embratel, companhia fechada. Originalmente o plano de retenção englobava apenas administradores da Embratel. Depois da celebração do 1º aditivo, ele passou a englobar também administradores da Embrapar. A partir daí, "a destituição do executivo do seu cargo na EmbraPar também passou a dar causa ao pagamento dos benefícios previstos no Plano de Retenção. Antes disso, só na hipótese de os executivos serem destituídos dos cargos que exerciam na Embratel é que haveria a necessidade de se pagar os benefícios previstos no Plano de Retenção". Segundo a acusação, a área técnica identificou que: (i) houve um aumento de mais de dez vezes dos benefícios a serem oferecidos aos beneficiários do plano de incentivos; (ii) embora se tratasse de remuneração a que fariam jus os administradores da EmbraPar, a questão não foi deliberada em assembleia geral dessa companhia; (iii) a indenização de retenção, uma vez definida de maneira prévia, se equipara a um benefício indireto, devendo ser aprovado em assembleia geral; (iv) os valores atribuídos aos administradores ultrapassaram os limites estabelecidos pela assembleia geral para a sua remuneração global. Diante desse quadro fático, o diretor relator assim se manifestou: "[d]ito isso, esclareço que me parece claro que houve, de fato, transferência ilegítima da competência decisória da assembleia geral da EmbraPar para órgãos administrativos da sua controlada, a Embratel. Em suma, estando os benefícios pré-definidos, constando eles de um "pacote" ofertado àqueles que são contratados pela companhia (aberta) ou que nela já se encontram, parece-me claro que eles deveriam ser tratados como remuneração e, como tal, ser englobados no montante aprovado pela assembleia geral da companhia aberta. E, sobretudo, como o valor pago em razão do Plano de Retenção para o administrador da EmbraPar por si só já extrapola em muito o montante global da remuneração dos administradores aprovado pela assembleia geral ordinária da EmbraPar, identifico descumprimento do art. 152 da lei nº 6.404/1976. [...] [p]or óbvio, ao desviar uma decisão societária, da companhia aberta para a sua controlada, companhia fechada, os administradores teriam feito com que, para um deles, se pagassem valores relevantes, capazes de produzir, como já destacado, reflexos patrimoniais para a companhia aberta, controladora da fechada. Tal manobra foi realizada de maneira a fugir aos controles típicos das companhias abertas e aos correspondentes mecanismos de publicidade. Fica evidenciada, assim, a deslealdade da sua conduta em relação à companhia, motivo pelo qual entendo que também se lhes deva apenar pelo descumprimento do art. 155", cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4857, Diretor Rel. Otavio Yazbek, j. 23.08.2011.

A Instrução CVM nº 480, de 2009, foi editada em um contexto de necessidade de reforma das exigências de divulgação de informações a que estavam sujeitas as companhias abertas brasileiras. Tais exigências encontravam-se totalmente defasadas se comparadas com as melhores práticas internacionais, tanto no âmbito quantitativo, quanto no qualitativo.

A prestação de informações de qualidade sobre a companhia, nas quais o investidor possa confiar para tomar sua decisão de investimento, é um dos pilares legais e institucionais para o desenvolvimento de um mercado de capitais estável e seguro. Não basta que as informações sejam simplesmente prestadas, o que, segundo B. BLACK, até poderia configurar uma tarefa simples seja para a companhia, seja para o regulador. Mas elas precisam ser claras, precisas e confiáveis. Nessa empreitada, um regulador do mercado de valores mobiliários que seja efetivo e firme tem um papel essencial.[205]

Diante disso, para que o mercado brasileiro continuasse no trilho do desenvolvimento, era premente que a CVM promovesse a equiparação entre as exigências de transparência impostas às companhias brasileiras e os padrões internacionais de divulgação de informações.

Nesse contexto, a Instrução CVM nº 480, de 2009, instaurou um regime de transparência inédito na história do direito societário brasileiro. A norma foi anunciada como tendo os seguintes principais objetivos: consolidar e padronizar os procedimentos de registro, suspensão e cancelamento para todos os emissores de valores mobiliários; segregar os emissores em diferentes categorias; criar regimes de prestação de informações adequados a cada uma das categorias; aprimorar a qualidade das informações prestadas pelos emissores; padronizar as informações prestadas regularmente pelos emissores com aquelas divulgadas nos prospectos de distribuição pública de valores mobiliários;

[205] Cf. B. S. BLACK, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Review*, v. 48, 2001, pp. 781, 786 e 790. No mesmo sentido, J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN afirmam que "[i]n particular, given the fundamental role played by disclosure in supporting both the enforcement regulatory strategies and the exercise of governance, institutions supporting disclosure – a strong and effective securities regulator and a sophisticated accounting profession, for example – are always likely to make an overall difference to the success of firms in controlling agency costs", cf. *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 53.

possibilitar maior celeridade no pedido de registro de ofertas de distribuição, observados os requisitos estabelecidos pela norma.[206]

A Instrução adotou no Brasil o modelo de "*shelf registration system*", conforme denominação atribuída pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO. Segundo esse modelo, um único documento, chamado "*shelf document*", congrega todas as informações do emissor relativas a atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos operações com partes relacionadas, remuneração dos administradores, entre outros.

Esse documento é registrado perante o órgão regulador e atualizado regularmente. Assim, quando o emissor vai realizar uma distribuição pública de valores mobiliários, ele prepara um documento suplementar, mais curto, chamado "*offering note*", contendo informações sobre o valor mobiliário emitido, de modo que o conjunto composto por "*shelf document*" e "*offering note*" fornece ao investidor as informações usualmente constantes de um prospecto tradicional.[207]

Foi nesse contexto que a Instrução CVM nº 480, de 2009, instituiu o chamado Formulário de Referência, documento que passou, a partir da edição da norma, a desempenhar a função do "*shelf document*". Passou, assim, a ser a principal fonte de informações sobre o emissor e substituindo o Formulário de Informações Anuais – IAN, bem como as informações relativas ao emissor do Anexo III, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Três finalidades foram almejadas pela CVM com a adoção desse sistema, a saber: (i) a unificação de todas as informações sobre o emissor em um só documento, facilitando

---

[206] Cf. Edital de Audiência Pública nº 07/08, que tratava das regras sobre registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados e que originou a Instrução CVM nº 480, de 2009, disponível em www.cvm.gov.br.

[207] Cf. International Organization of Securities Commissions – IOSCO, *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Regulation System*, março de 2001, disponível em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf. O Edital de Audiência Pública nº 07/08 esclarece ainda que "*shelf registrations systems*" similares já são adotados na Bélgica, França, Itália, Espanha, Inglaterra e Japão, bem como que esse sistema é similar ao "*short-form registration system*", adotado pela Securities and Exchange Commission – SEC para "emissores habituais e que satisfaçam certos requisitos baseados em liquidez e tipo de oferta".

o trabalho de investidores, analistas e demais operadores do mercado de valores mobiliários que poderão encontrar em um único material uma fonte permanente e confiável de informações sobre o emissor; (ii) a garantia aos emissores de valores mobiliários de um acesso mais rápido ao mercado em momentos de janelas de oportunidade; e (iii) a redução dos custos dos emissores nas ofertas, já que a elaboração de prospectos tende a ser menos custosa. Para o cumprimento dessas finalidades, o Formulário de Referência foi concebido como um documento dinâmico, que deve ser permanentemente atual.[208]

Em relação à remuneração dos administradores, o Formulário de Referência representou uma quebra de paradigma ainda mais intensa no direito societário brasileiro, já que, até então, as requisições relativas à prestação de informações sobre o assunto eram bastante menos exigentes.

Basta notar que a Instrução CVM nº 202, de 1993, não fazia qualquer menção específica à remuneração dos administradores. A Instrução CVM nº 480, de 2009, por sua vez, dedica toda uma seção do Formulário de Referência ao assunto: o item 13, que contém 16 subitens.

Dessa forma, o Formulário de Referência, de um lado, possibilita que a regulação brasileira acompanhe as tendências internacionais sobre divulgação da remuneração dos administradores, e, de outro, permite ao investidor verificar e compreender a remuneração dos administradores, o que pode ser vantajoso por, pelo menos dois motivos.

Em primeiro lugar, é extremamente relevante para o investidor saber a quantidade de recursos gastos com a administração, isto é, o custo incorrido pela companhia para que suas atividades sejam geridas pelos administradores.

Em segundo lugar, além dos montantes gastos com a administração da companhia, interessa ao investidor saber quais são as métricas e lógicas que determinam as políticas de remuneração adotadas – sobretudo da remuneração variável –, quais são e qual a natureza dos incentivos conferidos aos administradores; como tais incentivos se relacionam com os

[208] Cf. Edital de Audiência Pública nº 07/08, que tratava das regras sobre registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados e que originou a Instrução CVM nº 480, de 2009, disponível em www.cvm.gov.br.

vínculos de curto e longo prazo estabelecidos entre o interesse social e o interesse dos administradores.

Ademais, essas exigências permitem aos investidores entenderem eventuais variações eventuais entre as remunerações dos administradores de uma mesma companhia, o que pode ser relevante. Nesse sentido, conforme esclarecido pelo Edital de Audiência Pública nº 07/08: "[é] possível que, dentro do plano estratégico do emissor, faça sentido dar muitos incentivos de longo prazo para um grupo de administradores, contrabalanceando com muitos incentivos de curto prazo para outro grupo. Outra possível variação relevante é o volume que se paga para uns e o que se paga para outros. Em outras palavras, pode ocorrer de o custo total da administração de um emissor ser compatível com a média do mercado, mas existirem indivíduos que ganham muito acima da média e outros cuja remuneração é substancialmente inferior à de seus pares".[209]

Além dos investidores, a divulgação da remuneração possibilita que outros grupos de interessados nos negócios da companhia, tais como trabalhadores, fornecedores, consumidores, credores, administradores de outras companhias, a mídia, entre outros, tenham acesso aos montantes pagos.

Para fornecedores e credores, por exemplo, o acesso a tal informação pode ser importante para questionar a ausência de pagamento de determinadas dívidas vencidas da companhia ao mesmo tempo em que há aumento de remuneração dos administradores. A divulgação da remuneração dos administradores é convergente, dessa forma, com a internalização de interesses relevantes para a companhia, o que, por sua vez, é compatível com sua natureza institucional e com a teoria organizativa, como visto na seção 3.2.1, acima.

O item 13 do Formulário de Referência, que integra o anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009, é composto por 16 subitens, todos tratando, de forma detalhada e específica, das informações relativas à remuneração dos administradores.

[209] Cf. Edital de Audiência Pública nº 07/08, que tratava das regras sobre registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados e que originou a Instrução CVM nº 480, de 2009, disponível em www.cvm.gov.br.

O subitem 13.1 exige a descrição da política de remuneração do conselho de administração, da diretoria, do conselho fiscal e dos comitês técnicos e consultivos de assessoramento à administração. Para tanto, as informações deverão abordar: (i) os objetivos da política ou prática de remuneração (13.1.a); (ii) a composição da remuneração (13.1.b); (iii) principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento de remuneração (13.1.c); (iv) estruturação da remuneração em relação à evolução dos indicadores de desempenho (13.1.d); (v) como a política ou prática de remuneração se alinha os interesses do emissor de curto, médio e longo prazo (13.1.e); (vi) existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos (13.1.f); e (vii) existência de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de determinado evento societário, tal como a alienação do controle societário do emissor (13.1.g).

Por sua vez, o subitem 13.2 determina a elaboração de tabela que deverá conter informações sobre a remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente, indicando: (i) órgão (13.2.a); (ii) número de membros do órgão (13.2.b); (iii) remuneração segregada em fixa (salário ou pró labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e eventuais outros tipos de remuneração fixa), variável (bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e eventuais outros tipos de remuneração variável), benefícios pós-emprego, benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, e remuneração baseada em ações (13.2.c); (iv) valor da remuneração de cada órgão (13.2.d); e (v) total agregado da remuneração do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal (13.2.e).

Já nos dois primeiros subitens di item 13 do Formulário de Referência, nota-se que nunca houve uma preocupação tão aguda do regulador e um tratamento tão detalhado conferido pela regulamentação à transparência da remuneração dos administradores. Os subitens 13.1 e 13.2 do Formulário de Referência visam a conferir aos investidores uma visão panorâmica da estrutura de remuneração dos administradores adotada pela companhia. A norma adota, na maior parte das exigências constantes desses primeiros subitens, critérios numéricos e factuais, procurando dar ciência aos investidores de quanto a companhia gasta com a administração.

Há também previsões que exigem, além de dados quantitativos e fáticos, uma construção crítica por parte da companhia. É o caso, por exemplo, dos subitens 13.1.d e 13.1.e, que exigem explicações precisas a respeito da evolução dos indicadores de desempenho atrelados à remuneração dos administradores e justificativas para a maneira pela qual são alinhados os interesses dos administradores e os interesses do emissor de curto, médio e longo prazo.

A exigência de maiores níveis de transparência no que concerne aos indicadores de desempenho e ao alinhamento de interesses no curto, médio e longo prazo visa a reduzir a assimetria informacional entre a administração da companhia e os acionistas e tornar mais palpáveis para os acionistas e os investidores em geral quais são os gatilhos a que se sujeita a remuneração dos administradores e como esses gatilhos podem ou não estar alinhados aos seus interesses no curto, médio e longo prazos.

Tal exigência possibilita, assim, que os acionistas ampliem e aprimorem o monitoramento sobre a performance dos administradores, reduzindo as chances de comportamentos oportunísticos serem adotados seja pelo administrador, seja pelo acionista controlador.

Além disso, essa exigência de transparência e de apresentação de uma explanação crítica por parte da companhia tem claramente um efeito indutor sobre a conduta dos administradores e da própria companhia. Como a companhia e os administradores estão obrigados a divulgar as políticas de remuneração com maior clareza, há uma tendência de que sejam adotadas políticas que permitam enxergar e compreender o alinhamento de interesses.[210]

O item 13.11 do Formulário de Referência determina que a companhia indique, em forma de tabela, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal, os valores da maior remuneração individual, da menor remuneração individual e da remuneração individual média.

[210] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 45.

O referido item procura garantir que os acionistas e os investidores terão um panorama ainda mais preciso sobre a remuneração recebida por aqueles que definem estrategicamente os rumos percorridos pela companhia e por aqueles que a representam. Dessa forma, o Formulário de Referência aproxima as informações prestadas pelas companhias brasileiras das melhores práticas internacionais, de acordo com as quais se deve observar um alto nível de transparência sobre as políticas de remuneração e programas de incentivo dos membros do conselho de administração e da diretoria.[211]

O Formulário de Referência não chegou, porém, a exigir a remuneração individual dos membros do conselho de administração e da diretoria, questão que sempre envolveu polêmica e resistência, por uma série de razões.

Em primeiro lugar, por razões culturais, no Brasil há uma resistência natural das pessoas de revelarem seus patrimônios e rendas e essa resistência parece aumentar conforme tais patrimônios e rendas crescem. Exigir a divulgação da remuneração dos administradores, dessa forma, seria violar os respectivos direitos a intimidade e privacidade, constitucionalmente assegurados.[212]

---

[211] Cf. International Organization of Securities Commissions – IOSCO, *Corporate Governance Practices in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of the IOSCO*, dezembro de 2007, disponível em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD261.pdf.

[212] Para se ter uma ideia de como o mercado resistia à divulgação da remuneração dos administradores, cf. o Relatório de Análise da SDM a respeito dos comentários dos participantes da audiência pública, especialmente os itens 4.34 e ss., que tratam da remuneração dos administradores, disponível em http://www.cvm.gov.br/port/infos/RevisaoFinaldoFormularioCadastraedoFormulariodeR.pdf. No mesmo sentido, mas em um ambiente um pouco mais amplo, para se ter uma ideia prática da resistência culturalmente arraigada na sociedade brasileira quanto à divulgação de remuneração dos indivíduos basta atentar para a controversa e acalorada discussão a respeito assunto que se seguiu à edição da Lei nº 12.527, de 2011 (Lei de Acesso à Informação Pública). Intensificando ainda mais esse debate, e registrando a delicadeza do assunto em meio à sociedade brasileira, vale destacar que o Min. Carlos Ayres Britto, à época presidente do STF, já se manifestou sobre o assunto em sede de pedido de suspensão de liminar feito pela União contra a Confederação dos Servidores Públicos do Brasil. A liminar proferida pelo Juízo da 22ª Vara Federal do Distrito Federal determinava que a União se abstivesse de "de realizar novas divulgações dos rendimentos dos Servidores Públicos Federais, no âmbito dos três Poderes da República, de forma individualizada", bem como "a retirada do ar das publicações de rendimento já realizadas". Em sua manifestação, o Min. Carlos Ayres de Britto anotou que "a remuneração dos agentes públicos constitui informação de interesse coletivo ou geral" e determinou a suspensão da referida liminar, cf. STF, SL 623, Min. Carlos Ayres de Britto, j. 10.07.2012. Obviamente, a questão da remuneração dos agentes públicos difere daquele atinente à remuneração dos administradores, por se tratar no último caso de executivos de empreendimentos privados. De toda forma, o exemplo se presta bem a ilustrar a sutileza da questão no Brasil.

Em segundo lugar, segundo aqueles que resistem à publicização, a exigência de divulgação da remuneração dos administradores poderia gerar um quadro de seleção adversa. Os administradores se sentiriam mais propensos a aceitar cargos em sociedades anônimas fechadas ou mesmo limitadas que não estão sujeitas a esses níveis de transparência. Além das companhias fechadas e das sociedades limitadas, há ainda uma vasta indústria de serviços financeiros em que os administradores poderiam se posicionar sem ter que divulgar as respectivas remunerações. As exigências de divulgação, dessa forma, seriam um fator de desvantagem do trabalho em companhias abertas, o que seria compensado com aumento de remuneração e, portanto, aumento de custo para o emissor de valores mobiliários.

Um terceiro argumento adotados pelos que se posicionam contra a divulgação da remuneração é o direito à segurança individual. Segundo os partidários dessa tese, a divulgação ampla da remuneração dos administradores os exporia de maneira bastante intensa à violência dos grandes centros urbanos.

Assim, do ponto de vista prático, o principal questionamento do mercado em relação ao item 13.11 do Formulário de Referência consiste no fato de que a divulgação da maior remuneração individual torna automaticamente pública a remuneração dos presidentes dos órgãos societários. Segundo os partidários dessa tese, do ponto de vista jurídico, a CVM não disporia de competência normativa para veicular a referida exigência; tal exigência violaria a privacidade e a segurança individual; e tal exigência seria desproporcional.

Com fundamento, entre outros, nesses argumentos, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF impetrou mandado de segurança com o objetivo de impedir que o item 13.11 do Formulário de Referência produzisse efeitos para 35 companhias que encamparam a iniciativa. Segundo o parecer do jurista L. R. BARROSO, que instruiu o pedido, a informação sobre a remuneração dos indivíduos seria informação sobre sua renda e patrimônio, integrando, por isso, o seu espaço de privacidade, protegido em âmbito constitucional. Ainda segundo o referido parecer "apenas outro elemento constitucional pode restringir um direito de estatura constitucional" e "a divulgação ao público da remuneração recebida por um indivíduo vulnera seu direito à intimidade e à

privacidade, garantido pela Constituição. E também põe em risco sua segurança pessoal, igualmente assegurada pela Carta".

Com fundamento nesses pilares, o parecer conclui que (i) a CVM não teria competência normativa para veicular a exigência constante do item 13.11 do Formulário de Referência; (ii) o sigilo da remuneração é protegido pelos direitos à privacidade e à segurança individual e só poderiam ser restringidos com fundamento em outra norma constitucional; e (iii) a restrição ao direito à privacidade e segurança individual seria inválida porque desproporcional, já que os demais subitens do item 13 do Formulário de Referência já proporcionariam informações suficientes para os investidores.[213]

Discutir os muitos aspectos de direito constitucional e administrativo, tais como direito à intimidade, à privacidade e à segurança, princípio da proporcionalidade, extensão do poder regulamentar, entre outros, bem como os vários incidentes processuais existentes, já estaria além dos objetivos deste estudo. O fato é que até a finalização do presente trabalho, a decisão que produz efeitos, depois de uma série de incidentes processuais, é a liminar concedida pelo juízo de primeira instância, no sentido de suspender a eficácia do subitem 13.11 do Formulário de Referência.[214]

---

[213] Cf. L. R. BARROSO, *CVM - invalidade do item 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480: legalidade e competências normativas - Privacidade e segurança individual*, in *Revista Semestral de Direito Empresarial*, nº 6, 2010, pp. 297/334.

[214] Apenas a título elucidativo, vale mencionar que o Juízo da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro concedeu a liminar pleiteada pelo IBEF em sede de mandado de segurança nos seguintes termos: "a suspensão da eficácia do sub-item 13.11, do Anexo 24, da Instrução CVM nº. 480, em relação aos associados do IBEF, e, por conseqüência, às sociedades às quais estejam vinculados, vedada a aplicação de qualquer sanção aos associados ou às sociedades às quais pertençam, até ulterior decisão deste Juízo" (Processo nº 2010.51.01.002888-5). Contra essa decisão, a CVM interpôs agravo de instrumento com pedido de antecipação de tutela recursal. O pedido de antecipação foi rejeitado e a CVM ajuizou suspensão de liminar de sentença que foi indeferida (SLS nº 1.210-RJ, Min. Cesar Asfor Rocha, j. 13.04.2010). O agravo interposto pela CVM foi provido pela 8ª Câmara Especializada do Tribunal Regional Federal da 2ª Região para o fim de cassar a liminar (TRF2, 8ª Câm. Espec., AI nº 2010.02.01.002742-3, rel. Juiz Marcelo Pereira da Silva). Contra tal acórdão, o IBEF interpôs recurso especial e medida cautelar com pedido de efeito suspensivo, com a finalidade de obstar os efeitos do acórdão proferido pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região. A medida cautelar pleiteada foi deferida obteve efeito suspensivo para a decisão que cassou a liminar. Nos termos da decisão monocrática proferida pelo Ministro Castro Meira, foi deferida a liminar "para acautelar o julgamento do recurso especial interposto, restabelecendo os efeitos da decisão proferida pelo Juízo de 1º grau" (STJ, MC nº 17.350, Min. Castro Meira, j. 07.10.2010). Aguarda-se no momento a apreciação do recurso especial interposto pelo IBEF. Desse modo, até a finalização do presente trabalho a decisão que atualmente produz efeitos é a liminar proferida pelo juízo de primeira instância, nos termos da qual foi determinada a suspensão da eficácia do subitem 13.11 do Formulário de Referência. Também a título elucidativo, v. TRF2, Apel. Cív. nº 2010.51.01.005763-0, 6ª Turma Especializada, Rel. Des. Guilherme Calmon Nogueira da Gama, j. 12.04.2012, em que o juízo de primeira instância denegou segurança em ação similar ajuizada por TEKA – Tecelagem Kuenrich S.A., tendo o tribunal mantido a sentença apelada. Os embargos de declaração também foram rejeitados.

Não obstante a prevalência, até o presente momento, da decisão acima mencionada, é interessante notar que apenas 27% das 100 companhias mais líquidas do mercado deixaram de divulgar as informações exigidas pelo subitem 13.11 com fundamento na referida decisão liminar. Esse número é bastante expressivo e parece demonstrar que a maioria das próprias companhias já internalizaram a norma e passaram a considerar sua importância e atualidade.[215]

Além dessa mudança de comportamento exigida pela Instrução, consistente na divulgação das políticas de remuneração, há uma tendência de que essa obrigação de divulgação induza as companhias a adotarem práticas de remuneração mais adequadas, já que terão de ser expostas. Esse é um estudo que poderá ser conduzido nos próximos anos, a partir da análise histórica dos documentos disponíveis e de sua evolução.

Apesar de não ter exigido a remuneração individual dos membros do conselho de administração e da diretoria (como visto, exige apenas a maior remuneração, a menor remuneração e a remuneração média), a Instrução CVM nº 480, de 2009 trouxe muitos avanços e alinhou de certa forma a regulação brasileira com as práticas internacionais.

A equiparação total, todavia, talvez dependa do passo faltante. Seguindo o movimento de institucionalização da sociedade anônima parece-nos não haver motivo para restringir da divulgação da remuneração individual.

Durante muito tempo, a exigência de divulgação da remuneração individual dos administradores foi uma experiência peculiar dos Estados Unidos. Mas atualmente, essa tendência é convergente com as práticas e recomendações adotadas na maioria dos países.[216]

---

[215] Levantamento realizado pela Revista Capital Aberto e divulgado no Anuário de Governança Corporativa, 2012. Os dados apresentados pelo referido periódico foram colhidos no Formulário de Referência das 100 companhias cujas ações têm maior liquidez no mercado.

[216] Nesse sentido: "[d]isclosure of managerial compensation is also an area in which, with the exception of Japan, jurisdictions have broadly converged in requiring disclosure of individual managers' compensation", cf. L. ENRIQUES, G. HERTIG, H. KANDA, *Related-Party Transactions*, cit. (nota 59 supra), p. 158. No mesmo sentido, cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 9.

Apenas a título ilustrativo, vale destacar que tal exigência estaria em conformidade com as recomendações da Comissão Europeia "[t]he main recommendations are disclosure of remuneration policy and the individual remuneration of executive and non-executive directors (…). In 2009, the European Corporate Governance Forum recommended that disclosure of remuneration policy and individual remuneration be made mandatory for all listed companies".[217] Esse mesmo entendimento também foi refletido na Recomendação 2004/913/CE, segundo a qual "[a] remuneração total e outros benefícios concedidos individualmente aos administradores durante o exercício relevante devem ser divulgados em pormenor nas contas anuais ou no respectivo anexo ou, quando aplicável, no relatório sobre remunerações".[218]

---

[217] Cf. EUROPEAN COMISSION, *Green Paper, The EU corporate governance framework*, Brussels, 05.04.2011, disponível em http://europa.eu/documentation/official-docs/green-papers/index_en.htm, acesso em 29 de abril de 2011.

[218] Cf. Recomendação 2004/913/CE (alterada pela Recomendação 2009/385/CE); Seção III (Remuneração específica de cada administrador), disponível em http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:PT:PDF e http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:PT:PDF. Regras e recomendações semelhantes de exigência de divulgação individual podem ser encontradas nos seguintes países: África do Sul (cf. King Committee on Corporate Governance – King Report and Code of Governance in South Africa 2009 (King III); Chapter 2 (Boards and directors): "Principle 2.26: Companies should disclose the remuneration of each individual director and certain senior executives. 180. Companies should provide full disclosure of each individual executive and non-executive director's remuneration, giving details as required in the Act of base pay, bonuses, share-based payments, granting of options or rights, restraint payments and all other benefits (including present values of existing future awards). Similar information should be provided for the three most highly-paid employees who are not directors in the company.", disponível em http://african.ipapercms.dk/IOD/KINGIII/kingiiireport/); Alemanha (cf. Government Commission – German Corporate Governance Code; Item 4 (Management Board); Sub-item 4.2 (Composition and Compensation): "4.2.4 The total compensation of each one of the members of the Management Board is to be disclosed by name, divided into fixed and variable compensation components. The same applies to promises of benefits that are granted to a Management Board member in case of premature or statutory termination of the function of a Management Board member or that have been changed during the financial year. Disclosure may be dispensed with if the General Meeting has passed a resolution to this effect by three-quarters majority", disponível em http://www.corporate-governance-code.de/eng/download/E_CorGov_Final_Version_June_2009.pdf); Canadá (cf. Canadian Securities Administrators – Form 51-102F6 (Statement of Executive Compensation): "1.3 (1)(a) When completing this form, the company must disclose all compensation paid, payable, awarded, granted, given, or otherwise provided, directly or indirectly, by the company, or a subsidiary of the company, to each NEO and director, in any capacity, including, for greater certainty, all plan and non-plan compensation, direct and indirect pay, remuneration, economic or financial award, reward, benefit, gift or perquisite paid, payable, awarded, granted, given, or otherwise provided to the NEO or director for services provided, directly or indirectly, to the company or a subsidiary of the company. (…)", disponível em http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5/rule_20081219_51-102_f6.pdf); Espanha (cf. Comisión Nacional del Mercado de Valores – Código Unificado de Buen Gobierno: "Recomendación 41. Que la Memoria detalle las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio e incluya: a) El desglose individualizado de la remuneración de cada consejero, que incluirá, en su caso: (…)b) El desglose individualizado de las eventuales entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento refenciado al valor de la acción, con detalle de: (…)", disponível em http://www.cnmv.es/publicaciones/CU_Codigo.pdf); Estados Unidos (cf. Securities and Exchange Commission – Regulation S-K: "(2) *All compensation covered.* This Item requires clear, concise and understandable disclosure of all plan and non-plan compensation awarded to, earned by, or paid to the named

executive officers designated under paragraph (a)(3) of this Item, and directors covered by paragraph (k) of this Item, by any person for all services rendered in all capacities to the registrant and its subsidiaries, unless otherwise specifically excluded from disclosure in this Item. All such compensation shall be reported pursuant to this Item, even if also called for by another requirement, including transactions between the registrant and a third party where a purpose of the transaction is to furnish compensation to any such named executive officer or director. No amount reported as compensation for one fiscal year need be reported in the same manner as compensation for a subsequent fiscal year; amounts reported as compensation for one fiscal year may be required to be reported in a different manner pursuant to this Item. 3) *Persons covered.* Disclosure shall be provided pursuant to this Item for each of the following (the "named executive officers"): (i) All individuals serving as the registrant's principal executive officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year ("PEO"), regardless of compensation level; (ii) All individuals serving as the registrant's principal financial officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year ("PFO"), regardless of compensation level; (iii) The registrant's three most highly compensated executive officers other than the PEO and PFO who were serving as executive officers at the end of the last completed fiscal year; and (iv) Up to two additional individuals for whom disclosure would have been provided pursuant to paragraph (a)(3)(iii) of this Item but for the fact that the individual was not serving as an executive officer of the registrant at the end of the last completed fiscal year.", disponível em http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=80993f6d010d2d6bdf2339dbdd206719&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.11.5.31.2&idno=17); França (cf. Code du Commerce, art. 225-102, art. 2285-115: "Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social, y compris sous forme d'attribution de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93.Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 ou de la société qui contrôle, au sens du même article, la société dans laquelle le mandat est exercé"); Israel (cf. Israel Securities Authority – Securities Regulations (Periodic and Immediate Statements), 1970; Chapter B (Periodic Report - Date of Filing and the Items therein):" Section 21(a) The report stall mention all the payments that the corporation made and all the undertakings for payments which it undertook, all of which including retirement terms, during the reporting year, for each of the five highest paid holders of senior office that held office in it, stating the officer's position, and all of which whether the payments or the undertakings for payments as stated were made to the officer or whether they were made to another for the officer, or on account of the employment of the officer, whether made by the corporation or by a corporation controlled by it, and whether they were made by the controlling shareholder in it or a corporation controlled by the controlling shareholder as stated. (…) Section 22(a) Details shall be provided of benefits received by each principal shareholder in the corporation, directly or indirectly, to the best of the corporation's knowledge, during the reporting year, or which it is entitled to receive, from the corporation, from its subsidiary or affiliate, provided that the remuneration and salary of the directors and the general manager and expenses associated with them that do not exceed what is customary shall be stated in a total amount with regard to all the said directors together.", disponível em http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2098.pdf); México (cf. Congreso de la Unión – Ley del Mercado de Valores; Título II (De las sociedades anónimas del mercado de valores); Capítulo II (De las sociedades anónimas bursátiles); Sección II (De la vigilancia): "Artículo 43 (…) Dicho informe, al menos, contemplará los aspectos siguientes: I. En materia de prácticas societarias: (...) c) Los paquetes de emolumentos o remuneraciones integrales de las personas físicas a que hace referencia el artículo 28, fracción III, inciso d) de esta Ley. Artículo 28.- (...)d) El nombramiento, elección y, en su caso, destitución del director general de la sociedad y su retribución integral, así como las políticas para la designación y retribución integral de los demás directivos relevantes", disponível em http://www.cnbv.gob.mx/recursos/LEMEVAL_Compulsa%202009-1.doc); Portugal (cf. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – Regulamento da CMVM nº 1/2010 (Governo das Sociedades Cotadas): "Artigo 3.º (Divulgação da remuneração) As sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a lei pessoal portuguesa divulgam no relatório referido no artigo anterior a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, aprovada ao abrigo do disposto no artigo 2.º da Lei 28/2009, de 19 de Junho, bem como: a) o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual", disponível em http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/94D36BA2-B6E4-4990-A4CB-582D6D7DD9AB/12956/Regulamentos.pdf); Reino Unido (cf. Financial Services Authority Handbook - United Kingdom Listing Authority listing rules; Item 9.8.8 (Report to shareholders): "The report to the shareholders by the Board required by LR 9.8.6 R (7) must contain the following: (...)(2) information

Vale registrar ainda que nos termos do item 13.13 do Formulário de Referência, a companhia deverá "[e]m relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar o percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no resultado do emissor referente a membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal que sejam partes relacionadas aos controladores, diretos ou indiretos, conforme definido pelas regras contábeis que tratam desse assunto". Nesse caso, deverá ser levado em consideração o conceito de "partes relacionadas" da Deliberação CVM nº 642, de 2010.

Por fim, cumpre registrar que, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 481, de 2009, os documentos e informações constantes do item 13 do Formulário de Referência deverão ser fornecidos pela companhia, juntamente com a proposta de remuneração da administração, sempre que a assembleia for deliberar sobre a remuneração dos administradores.

***

presented in tabular form, unless inappropriate, together with explanatory notes as necessary on: (a) the amount of each element in the remuneration package for the period under review of each *director*, by name, including but not restricted to, basic salary and fees, the estimated money value of benefits in kind, annual bonuses, deferred bonuses, compensation for loss of office and payments for breach of contractor other termination payments; (b) the total remuneration for each *director* for the period under review and for the corresponding prior period", disponível em http://fsahandbook.info/FSA//handbook/LR.pdf). Conforme informado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, esses foram os modelos regulatórios analisados durante a elaboração da Instrução CVM nº 480, de 2009.

4. PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS

4.1. Conceito e natureza da participação nos lucros

Além da remuneração fixa, a companhia pode outorgar a seus administradores uma remuneração variável, que pode ter como um de seus componentes a participação nos lucros sociais.

Nesta modalidade, a companhia atrela a remuneração dos administradores à performance, remunerando-os proporcionalmente aos lucros obtidos, por meio do estabelecimento de uma porcentagem aplicável sobre o resultado apurado no exercício. Trata-se, assim, de uma gratificação concedida aos administradores, por força da qual a companhia os recompensa em virtude da gestão competente do empreendimento e dos consequentes lucros auferidos.

O direito a participação nos lucros compõe o segundo grupo dos direitos concorrentes em relação ao patrimônio social. De fato, na sistemática acionária, os direitos concorrentes em relação ao patrimônio da sociedade podem ser classificados em três gêneros, a saber: (i) direitos decorrentes de relações de negócios com terceiros (credores); (ii) direitos decorrentes de relações societárias de participação nos lucros (debenturistas, empregados, administradores e portadores de partes beneficiárias); e (iii) direitos dos acionistas (dividendos).[219]

Diferentemente da remuneração ordinária dos administradores que é periódica, fixa, determinada ou determinável, e sem qualquer relação com os lucros sociais, a participação nos lucros é geralmente anual, eventual, indeterminada, às vezes determinável, subordinada à existência de lucros sociais, a título de remuneração extraordinária.[220] Isso faz com que a remuneração ordinária seja certa e esperada, enquanto que a remuneração extraordinária seja incerta e eventual.[221]

---

[219] Cf. F. K. COMPARATO, *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*, in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 149/151.

[220] Cf. R. CRISTIANO, *Órgãos da sociedade anônima*, cit. (nota 70 supra), p. 36.

[221] A respeito da natureza eventual da participação nos lucros confira-se o seguinte trecho de julgado do STJ: "[a] gratificação semestral é uma espécie de participação nos lucros da empresa, parcela desvinculada do salário porque obedece a uma variante incompatível com a natureza cogente da remuneração celetista. Aliás a

A participação nos lucros tem natureza diversa da remuneração em sentido estrito, de que se tratou no capítulo anterior. Também chamada de *gratificação de balanço*, a participação nos lucros tem natureza de prêmio pelos resultados obtidos no período. O valor da participação nos lucros não tem necessariamente relação direta e objetiva com os serviços prestados pelo administrador. Ou seja, sua atribuição decorre não diretamente dos serviços prestados pelo administrador, mas sim dos resultados obtidos pela companhia naquele determinado período.[222]

Dessa forma, diferentemente do que ocorre com a remuneração em sentido estrito, a relação entre os valores pagos aos administradores a título de participação nos lucros e os serviços por eles prestados em favor da companhia é indireta. Como decorrência de sua natureza premial, a participação nos lucros relaciona-se diretamente apenas com os resultados obtidos no exercício e indiretamente com os trabalhos realizados pelos administradores.

Vale ressaltar que ainda que exista cumulação das funções de acionista e administrador (outrora obrigatória para os membros do conselho de administração[223]), a participação nos lucros continua a ter caráter premial, sem qualquer relação com o trabalho prestado, na qualidade de administrador, ou com o capital de que participa, na qualidade de acionista.[224]

Essas características da participação nos lucros levaram A. XAVIER a concluir que tal modalidade remuneratória não tem equivalência jurídico-econômica direta com o valor objetivo dos serviços prestados pelo administrador à companhia, uma vez que seu cálculo não se faz com base nos padrões de apreciação do trabalho do administrador, nos termos

---

CF prevê esse tipo de vantagem, deixando explicitado no art. 7º, inciso XI: Participação nos lucros, ou resultados, desvinculada da remuneração, e, excepcionalmente, participação na gestão da empresa, conforme definido em lei;", STJ, 2ª Turma, REsp. nº 420.390/PR, Rel. Min. Eliana Calmon, j. 17.08.2004.

[222] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 39; e L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, p. 202.

[223] Com a edição da Lei nº 12.431, de 2011, deixou de ser obrigatório que os membros do Conselho de Administração sejam também acionistas da companhia.

[224] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração*, cit. (nota 88 supra), p. 187.

do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, mas sim, com base nos lucros apurados pela companhia naquele determinado exercício.[225]

Tal afirmativa é particularmente importante na medida em que os resultados que originam o pagamento da participação nos lucros em determinado exercício podem eventualmente ter sido gerados em razão do trabalho de administradores que atuaram na companhia em exercícios anteriores.

Assim, como a participação não tem relação direta com os serviços prestados, mas apenas com os resultados gerados, caso haja resultados de longo prazo e caso o administrador tenha deixado a administração da companhia antes da consecução de tais resultados, os administradores sucessores poderão fazer jus ao recebimento da participação referenciada em tais lucros.

Além disso, ainda como consequência dessa ausência de relação direta entre a participação nos lucros e os serviços prestados, os administradores poderão eventualmente ser beneficiados em razão de eventos fortuitos. De fato, é possível que uma variação positiva dos resultados da companhia decorrente de eventos que estejam além do controle da companhia ou dos próprios administradores, isto é, que não guardem qualquer relação com os serviços por eles prestados gerem benefícios para os administradores. Isso ocorreria, por exemplo, caso a companhia auferisse resultados positivos simplesmente oriundos da variação cambial, da variação do preço das *commodities*, entre outros.

Por fim, outra característica que compõe a essência da participação dos administradores nos lucros da companhia é sua natureza residual, porque dependente da existência de lucros e da prévia satisfação dos acionistas. A regra geral, como o próprio nome dessa modalidade remuneratória permite inferir, é a de que a participação nos lucros somente poderá ser paga aos administradores caso sejam apurados lucros no exercício pertinente e atribuídos os respectivos dividendos aos acionistas.[226]

---

[225] A esse respeito, confira-se: "[a]qui não é o trabalho do administrador que se remunera; é o resultado da empresa – porventura atribuível à audácia, ao sentido de risco ou até a circunstâncias fortuitas – que se premia", A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 39.

[226] Para um eventual aprofundamento sobre a caracterização contábil e tributária da participação dos administradores nos lucros sociais, cf. E. O. ANDRADE FILHO, *Imposto de Renda das Empresas*, São Paulo, Atlas, 2009; J. L. BULHÕES PEDREIRA, *Imposto de Renda – Pessoas Jurídicas*, v. 1, Rio de Janeiro, Justec,

4.2. Participação nos lucros e a percepção de risco pelos administradores

Uma companhia pode adotar a participação nos lucros como modalidade de remuneração de seus administradores por uma série de razões. Tal modalidade remuneratória pode ser adotada com a finalidade de aprimorar o seu planejamento estratégico; com o objetivo de melhorar a execução concreta de seus projetos e estimular os administradores; e com o fim de selecionar administradores com perfil compatível aos padrões esperados pela companhia.

Em primeiro lugar, a existência de uma parcela da remuneração dos administradores composta por uma porcentagem dos lucros auferidos pela companhia objetiva o aprimoramento do processo de tomada de decisões relativas ao futuro da companhia, de modo que os administradores façam opções com o refinamento necessário para o incremento da performance da companhia.

Ao se realizar a vinculação da remuneração dos administradores à performance, como os administradores terão um interesse direto sobre a melhora do desempenho da companhia que administram, eles tendem a aprimorar o planejamento estratégico da sociedade.

Em segundo lugar, tal modalidade remuneratória se presta a estimular os administradores a aprimorar a quantidade e a qualidade dos trabalhos por eles executados (*work harder and work smarter*), com vistas a maximizar os lucros da companhia, dos quais participarão na proporção pré-estabelecida. Há, assim, também a tendência de incremento na execução dos serviços prestados pelos administradores.

Em terceiro lugar, a adoção da participação nos lucros pode se prestar ainda a selecionar administradores que tenham um perfil de atuação compatível com os níveis de risco a que os acionistas estão acostumados ou dispostos a se sujeitar. Por exemplo, administradores que sejam avessos ao risco preferirão que a parcela fixa de sua

---

1979; e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Rio de Janeiro, Forense, 1989.

remuneração seja superior à parcela referente à remuneração variável. De outro lado, administradores mais arrojados podem se sentir confortáveis com o fato de a respectiva remuneração estar sujeita a padrões de risco mais elevados. Essas diferenças podem ser relevantes para alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas.

Tais decorrências da adoção da participação nos lucros são possíveis porque esse sistema de remuneração sujeita os administradores a níveis de risco mais elevados, uma vez que condiciona a sua remuneração a uma lógica variável, consistente na necessária existência de resultados. Tais resultados são, a princípio, incertos, e sua verificação será feita somente *a posteriori*.[227]

Essas particularidades denotam também o caráter cíclico que a participação nos lucros poderá vir a ter; ela pode existir e ser elevada nos exercícios em que os lucros existirem e também forem elevados, assim como ela pode vir a não existir. A percepção pelos administradores da ciclicalidade da participação nos lucros acentua os riscos inerentes à remuneração e propicia a intensificação dos resultados almejados pela companhia ao adotar tal modalidade remuneratória.[228]

Mas, se por um lado essa percepção de risco pode gerar estímulos positivos aos administradores, por outro, é também possível que ela gere estímulos negativos e até mesmo incentivos perversos.

A literatura teórica sustenta que, como os administradores estão sujeitos a um nível diferenciado de risco nesse tipo de remuneração, é possível que eles exijam certas salvaguardas relativas a sua remuneração, com o objetivo de compensar o incremento do risco e justificar sua sujeição a uma situação de incerteza, como, por exemplo, exigir uma remuneração mais elevada.[229]

---

[227] Cf. P. OYER, *Why do firms use incentives that have no incentive effects?*, 2000, disponível em http://ssrn.com/abstract=237917, p. 1.

[228] Cf. D. LEBOW, L. SHEINER, L. SLIFMAN, M. STARR-MCCLUER, *Recent Trends in Compensation Practices*, 1999, disponível em http://ssrn.com/abstract=186131, p. 6.

[229] Cf. D. KRUSE, R. FREEMAN, J. BLASI, *Do workers gain by sharing? Employee outcomes under employee ownership, profit sharing, and broad-based stock options*, 2008, disponível em http://ssrn.com/abstract=1231686, p. 4.

Para compensar os riscos a que estão sujeitos, os administradores poderiam ainda se valer de ocasiões como essas para adotar comportamentos oportunísticos e individualistas que podem se refletir em prejuízos para a sociedade e seus acionistas. A participação nos lucros poderia, dessa forma, gerar incentivos perversos. Nesse contexto, os administradores poderiam, por exemplo, orientar a companhia a realizar pagamentos de suas participações independentemente dos requisitos necessários (art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976), ou ainda manipular dados contábeis.

Ademais, como depende da obtenção de uma performance mínima, a participação nos lucros poderia gerar outro tipo de incentivo contraprodutivo. Caso os administradores percebam que não atingirão a performance mínima exigida, do ponto de vista econômico, eles terão incentivos para parar de produzir tão logo tomem consciência de que a performance mínima é inatingível no período.[230]

No entanto, como se verá adiante, caso a adoção da participação nos lucros ocorra efetivamente a título de uma verdadeira troca (*gift exchange*) entre "performance" (para os acionistas) e "participação nos resultados" (para os administradores), sua utilização pode representar a neutralização de comportamentos oportunísticos e individualistas como os citados.

Isso ocorrerá na medida em que o fato de a remuneração estar atrelada à performance da companhia pode aumentar o comprometimento dos administradores, encorajar a cooperação entre os administradores e os demais funcionários e aumentar a lealdade dos administradores para com a companhia e os seus acionistas, alinhando os interesses em jogo.[231]

4.3. Participação nos lucros e lógica econômica

Muito do surgimento, do desenvolvimento, da adoção entre as companhias norte-americanas e das vantagens dessa modalidade de remuneração dos administradores está

[230] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), pp. 70/71.

[231] Cf. AKERLOF, George, *Labor contracts as partial gift exchange*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 97, 1982, pp. 543/569.

relacionado a, pelo menos, quatro fatores: (i) os custos de supervisão inerentes a segregação entre propriedade do capital e seu controle; (ii) a geração de cooperação entre os administradores; (iii) a tendência de aumento da produção e de maximização dos resultados; e (iv) o alinhamento de interesses entre administradores e companhia.

Primeiro, o estabelecimento de uma remuneração baseada em parte na participação nos lucros reflete uma tentativa de diminuir os custos de supervisão das atividades dos administradores pelos acionistas.

Caso a companhia adote a participação nos lucros para remunerar seus administradores, poderá haver uma diminuição dos custos de supervisão, discutidos na seção 2.2, acima, na medida em que tende a surgir um quadro de monitoramento horizontal entre os próprios administradores. Como os lucros serão partilhados entre os administradores, a tendência é a de que eles próprios supervisionem uns aos outros, de modo que a pressão dos pares, isto é, dos demais administradores, gere efeitos positivos de supervisão e ao mesmo tempo diminua os custos de monitoramento pelos acionistas.

Segundo, a adoção da participação nos lucros como modalidade remuneratória pode gerar um incentivo de cooperação entre os administradores. Com efeito, como os lucros terão de ser partilhados entre todos os administradores, a distribuição de participações representa um fraco incentivo individual, mas um importante incentivo coletivo. Diante de um quadro como esse, a tendência é a de que os administradores estabeleçam um contrato cooperativo entre si, compartilhando informações, estimulando reciprocamente o trabalho alheio, diminuindo o absenteísmo e os pedidos de renúncia, enfim, desenvolvendo estratégias voltadas a maximizar os resultados que eles terão de partilhar.

Terceiro, como parte da remuneração depende da existência de resultados, e como o seu pagamento ocorrerá de forma proporcional, isto é, quanto maiores os resultados, maior a remuneração referente à participação nos lucros, os administradores terão fortes estímulos para empreender esforços no sentido de otimizar os lucros. A tendência, assim, é de maximização dos resultados.

Por fim, como decorrência do monitoramento recíproco entre os administradores, do surgimento de um contrato de cooperação entre eles e da possível maximização dos resultados, a participação nos lucros pode proporcionar um maior alinhamento de interesses entre os administradores, a companhia e os seus acionistas.

De um lado, o monitoramento horizontal entre os administradores diminui os custos da supervisão de suas atividades pelos acionistas; de outro, a cooperação engendrada possibilita a maximização dos lucros, dos quais os administradores receberão sua parcela devida e a companhia e os acionistas serão os beneficiários últimos, o que demonstra a convergência de interesses que essa modalidade remuneratória pode gerar.

A despeito de a tendência geral ser a maximização dos resultados, estudos empíricos destacam a dificuldade de se estabelecer uma relação direta entre a remuneração baseada em participação nos lucros e o aumento de produtividade e dos lucros da companhia. De acordo com tais trabalhos, é provável que o aumento da produtividade e dos lucros seja uma decorrência de um conjunto de fatores particulares a cada companhia ou relativos ao seu ramo de atuação, ao invés de ser decorrente somente da participação nos lucros outorgada aos seus administradores.[232]

Esses mesmos estudos ressaltam ainda que a adoção e o sucesso da participação nos lucros como forma de remuneração dependem em grande parte da cultura da companhia. Embora a tendência a partir de sua adoção seja a maximização dos lucros da companhia

[232] Para um estudo empírico, um bom detalhamento da lógica da participação nos lucros e das relações entre o estabelecimento da participação nos lucros e o ganho de produtividade, cf. D. KRUSE, *Does Profit Sharing Affect Productivity*, 1993, disponível em http://ssrn.com/abstract=375304. Após estudo estatístico, a pesquisa concluiu que "[i]t is clear that, on average, companies adopting profit sharing have an upward jump in productivity relative to their peers (...)", mas ressalvou que "[i]f profit sharing does in fact affect productivity, it may be that it has no simple direct effect on the quality and quantity of employee work; rather it may interact (possibly in subtle ways) with the myriad of other influences on productivity to shift the overall results slightly in a positive direction (…)" (p. 47). Vale ressaltar ainda que outras pesquisas empíricas identificam resultados conflitantes a respeito dos efeitos na produtividade da companhia da participação nos lucros, indicando que a relação entre sua adoção e a maximização dos resultados é ainda mais indireta, cf. D. C. JONES, T. KATO, J. PLISKIN, *Profit sharing and gainsharing: a review of theory, incidence and effects*, 1994, diponível em http://ssrn.com/abstract=101593, pp. 1/2. Cf., ainda, M. J. CONYON, R. B. FREEMAN, *Shared Modes of Compensation and Firm Performance: UK Evidence*, 2001, disponível em http://ssrn.com/abstract=281079, p. 35. Nesse último estudo há interessante análise a respeito das políticas públicas adotadas por governos para incentivar a adoção pelas companhias de remunerações atreladas à obtenção de lucros, como forma de estimular o aumento de produtividade de tais companhias. Referido estudo focaliza especialmente um histórico das medidas adotadas pelo governo do Reino Unido para incentivar a adoção pelas companhias de modalidades de remuneração baseadas na performance dos participantes e nos resultados.

em função dos estímulos gerados aos administradores, esses resultados são bastante peculiares e dependem das particularidades de cada companhia, seu histórico e sua cultura interna de remuneração de pessoal. Por exemplo, são especificidades que devem ser levadas em consideração na adoção e formulação dos planos de remuneração baseados na participação nos lucros: o tamanho da companhia, a história da companhia e sua tradição de compartilhar os resultados com os administradores e demais funcionários, o número de componentes dos órgãos de administração, a existência de participação nos lucros deferida aos demais funcionários da companhia, eventuais discrepâncias entre os valores das participações dos trabalhadores e dos administradores, entre outras.[233]

Outros estudos concluíram, após levantamento estatístico, que companhias norte americanas que adotam remuneração baseada em participação nos lucros têm média de remuneração mais elevada. Os dados parecem interessantes e constituem um ótimo ponto de partida para um possível desenvolvimento do estudo ora realizado no âmbito das companhias brasileiras.[234]

*4.3.1. O efeito carona (*free rider problem*)*

Como todo esquema de remuneração baseado na performance coletiva, a participação nos lucros está inevitavelmente sujeita à existência dos *free riders* (*free rider problem*), isto é, do efeito carona.

Nas situações em que a remuneração está atrelada à performance de um grupo de pessoas, as contribuições individuais de cada participante podem não ser facilmente identificáveis. Em cenários como esse, o vínculo entre a remuneração e os incentivos que ela procura proporcionar torna-se muito fraco.

Pode haver uma tendência de que alguns dos participantes deixem de empreender seus máximos esforços para a maximização dos resultados, porque terão que dividir os frutos de seus esforços com os demais participantes. A necessidade previamente estabelecida de compartilhar os resultados com outros participantes pode, dessa forma,

[233] Cf. D. KRUSE, *Does Profit Sharing Affect Productivity*, cit. (nota 232 supra), p. 18.

[234] Cf. D. KRUSE, R. FREEMAN, J. BLASI, *Do workers gain by sharing? Employee outcomes under employee ownership, profit sharing, and broad-based stock options*, cit. (nota 229 supra), p. 4.

deixar de estimular os administradores a produzir resultados que não serão integralmente fruídos por eles, enfraquecendo os incentivos.

De outro lado, alguns participantes podem deixar de se esforçar ao máximo para a obtenção de tais resultados porque acreditam que seus pares já irão fazê-lo. Nesse caso, os participantes se beneficiariam do aumento da produtividade e dos resultados sem, no entanto, arcar com os ônus inerentes.

Esses comportamentos consistem no indesejado efeito carona (*free rider problem*).[235]

Há possíveis soluções para problemas como esse, tais como individualizar as metas e os incentivos para a sua consecução, atrelando, de maneira perceptível, a remuneração outorgada a cada um dos participantes às respectivas performances individuais, por intermédio da implantação de uma cultura de mérito individual. Embora seja muitas vezes difícil individualizar performance, esse resultado poderia ser obtido, por exemplo, individualizando a consecução de objetivos específicos e metas estratégicas.

Vale registrar, a esse respeito, que os parâmetros para aferir a performance individual podem variar de acordo com o setor produtivo em que se encontra a companhia. Companhias que integrem o setor industrial, por exemplo, podem utilizar como critérios a satisfação do consumidor, objetivos operacionais e estratégicos, tais como a implantação de uma nova planta industrial, a adoção de um novo sistema tecnológico, a redução do tempo de colocação de determinados produtos no mercado. De outro lado, companhias que atuam no setor financeiro dificilmente adotarão critérios não financeiros para aferição da performance individual.[236]

---

[235] Cf. M. J. CONYON, R. B. FREEMAN, *Shared Modes of Compensation and Firm Performance: UK Evidence*, cit. (nota 232 supra), p. 14.

[236] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), pp. 11/12. Outras soluções poderiam ser adotadas pela companhia, tais como a adoção de metas coletivas e a promoção da cultura de equipe entre os administradores. Ressalve-se, entretanto, que soluções como as propostas são apenas exemplificativas e dependem das peculiaridades e do ambiente de cada companhia. Além disso, o presente trabalho procurou focar-se nas questões eminentemente societárias relativas à remuneração dos administradores. Questões pertinentes à gestão de recursos humanos, como parecem ser as soluções acima citadas, são referidas apenas a título ilustrativo e na medida do necessário para o entendimento e desenvolvimento do tema de estudo.

Vale ressalvar apenas que a análise da performance individual de ser realizada com cautela. Quando houver interdependências entre os desempenhos individuais, tais conexões deverão ser incorporadas aos parâmetros e às fórmulas de cálculo. De fato, se houver necessidade de cooperação entre os agentes, a aferição da performance individual para fins de participação nos lucros poderá ainda ser contraprodutiva e gerar conflitos.[237]

Além disso, o próprio monitoramento e a cooperação entre os administradores originados a partir da adoção da participação nos lucros como modalidade remuneratória têm decorrências naturais que podem mitigar o *free rider problem*. Assim, o monitoramento recíproco entre os participantes do grupo de administradores tende a aumentar a pressão recíproca dos pares e equalizar os esforços dos administradores, gerando esforços de cooperação e compartilhamento de informações entre eles.

4.4. O art. 152, §§ 1º e 2º da Lei nº 6.404, de 1976

A análise conjunta dos dispositivos do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, e da Lei nº 6.404, de 1976, pertinentes à participação nos lucros, evidencia algumas diferenças importantes.

O art. 134 do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, dispunha que: "[o]s estatutos sociais regularão o modo de dedução e as condições de pagamento das percentagens sobre os lucros líquidos que forem atribuídos, como remuneração, aos diretores. Qualquer que seja a forma de dedução adotada, os diretores não poderão receber percentagem alguma sobre os lucros líquidos verificados nos balanços em que não fôr distribuído aos acionistas um dividendo à razão de 6% ao ano, no mínimo, observadas as disposições legais quanto às quotas que devam ser creditadas ao fundo de reserva".

A Lei nº 6.404, de 1976, implementou algumas modificações no sistema de atribuição aos administradores da participação nos lucros da companhia. O art. 152, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, prevê que o estatuto poderá, desde que fixe o dividendo mínimo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, atribuir aos administradores participação nos

[237] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 79.

lucros que poderá ser de até 1/10 dos lucros ou de montante equivalente ao total da remuneração anual dos administradores, devendo prevalecer entre esses limites o valor que for menor.[238]

Por sua vez, o art. 152, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976,[239] prevê que os administradores somente farão jus ao recebimento da participação nos lucros do exercício social em que for atribuído aos acionistas o dividendo mínimo obrigatório, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, nos termos do referido dispositivo, a participação nos lucros sociais somente poderá ser atribuída aos administradores no exercício em que o dividendo mínimo obrigatório for distribuído aos acionistas.[240]

Em primeiro lugar, o Decreto-lei nº 2.627, de 1940, tratava do assunto em apenas um dispositivo, o art. 134. Nele havia menção expressa à necessidade de previsão estatutária da participação dos administradores nos lucros da companhia. Assim, embora a lei não tratasse da ordem de dedução da participação dos administradores, ela impunha que a forma de dedução e do pagamento de participação aos administradores constasse expressamente do estatuto social.

Diferentemente, a Lei nº 6.404, de 1976, tratou do assunto não apenas em um, mas em diferentes dispositivos, notadamente o §1º e o §2º do art. 152.

---

[238] "Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

§ 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor."

[239] "Art. 152. (...)

§ 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202."

[240] Embora esse assunto seja tratado com maiores detalhes na seção 4.12 abaixo, vale adiantar, desde já, que as companhias fechadas com menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), não estão sujeitas a observância desse requisito, nos termos do art. 294, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, cf. "§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas".

O §1º do referido artigo faz menção à necessidade de previsão estatutária da participação dos administradores nos lucros da companhia. O dispositivo exige ainda que o estatuto fixe o dividendo em 25% ou mais do lucro líquido para que ele possa prever o pagamento da participação e para que tal participação nele prevista possa ser efetivamente atribuída aos administradores.

O §2º, por sua vez, se limita a dizer que os administradores somente poderão receber participação nos lucros do exercício social em que for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, não fazendo, tal como faz o §1º, referência expressa à necessidade de formalização desse tipo de remuneração no estatuto da companhia. O §2º também não faz referência à atribuição do dividendo não inferior a 25% do lucro líquido, referindo-se apenas a "dividendo obrigatório", nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976.

Essas diferenças entre os §§1º e 2º do art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976, levaram doutrinadores brasileiros a adotarem diferentes pontos de vista sobre a participação nos lucros, conforme trataremos com mais vagar na seção 4.6, abaixo.

Além disso, o Decreto-lei nº 2.627, de 1940, não cuidava do regime do dividendo mínimo obrigatório legal e estatutariamente estabelecido. É verdade que o referido decreto já conferia aos dividendos ares de intangibilidade e essencialidade, de modo que nem o estatuto nem a assembleia poderiam privar os acionistas do direito à sua distribuição.[241]

O Decreto-lei nº 2.627, de 1940, estabelecia que o pagamento de participação nos lucros aos administradores estava sujeito à efetiva distribuição aos acionistas de um dividendo mínimo de 6%. Com efeito, o citado art. 134, dispunha que "os diretores não poderão receber percentagem alguma sobre os lucros líquidos verificados nos balanços em que não fôr distribuído aos acionistas um dividendo à razão de 6% ao ano, no mínimo". O dividendo mínimo de 6% era, assim, um requisito mínimo para o pagamento da participação nos lucros aos administradores no exercício.

[241] Cf. "Art. 78. Nem os estatutos sociais, nem a assembléia geral poderão privar qualquer acionista:

a) do direito de participar dos lucros sociais, observada a regra da igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria; (...)".

No entanto, não havia exigência legal de que tal dividendo mínimo constasse dos estatutos ou fosse efetivamente distribuído caso a companhia não pretendesse pagar participação nos lucros aos administradores naquele determinado exercício.[242]

A fixação e a distribuição dos dividendos eram atribuições da maioria reunida em assembleia, que, representando o interesse dos controladores, comumente preferia reiteradamente capitalizar os lucros sociais, sob o argumento do fortalecimento da companhia, a distribuir os dividendos aos acionistas, retirando, assim, substância a esse direito essencial.[243] Nesse sentido, as companhias estavam sujeitas ao regime do dividendo discricionário, em oposição ao regime do direito obrigatório que viria posteriormente a sucedê-lo.[244]

Já a Lei nº 6.404, de 1976, introduziu o regime do dividendo obrigatório. De acordo com tal regime, caso existam lucros apurados no exercício, as companhias estão obrigadas, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, a distribuir uma determinada parcela de tais lucros aos acionistas a título de dividendos.

A fixação da porcentagem dos lucros a ser destinada aos acionistas a título de dividendo obrigatório está sujeita, a princípio, à liberdade da assembleia. Nos termos da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 1976, assegurou-se à companhia certa "margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades", uma vez que "difícil é generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes".[245]

Assim, o legislador atribuiu à companhia liberdade para fixar no estatuto a parcela dos lucros a ser distribuída aos acionistas a título de dividendo, desde que o dividendo seja regulado com precisão e minúcia e não sujeite os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976.

---

[242] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 42.

[243] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, cit. (nota 222 supra), p. 200.

[244] Cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, in *RDM*, nº 23, 1976, p. 167.

[245] Cf. Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda 196, de 24.06.1976, in Diário do Congresso Nacional, Seção 1, Suplemento ao nº 85, de 07.08.1976.

Se, todavia, o estatuto social for omisso, prevalece a regra supletiva, que determina a destinação de 50% do lucro líquido para o pagamento de dividendos aos acionistas. Se posteriormente a assembleia deliberar a introdução, no estatuto omisso, de cláusula que trate expressamente da matéria, estará obrigada a estabelecer um dividendo obrigatório que não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido.[246]

Nesse novo contexto estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976, o art. 152, §1º, foi expresso ao exigir, para o pagamento da participação nos lucros nele prevista, que o dividendo mínimo de 25% do lucro líquido, ou mais, seja previsto no estatuto social da companhia, não bastando que tal percentual do lucro líquido seja pago por simples deliberação de assembleia, como poderia ocorrer sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940.

Uma última diferença importante para os fins desta análise reside no fato de que o Decreto-lei nº 2.627, de 1940, não estabelecia qualquer limite quantitativo máximo à participação dos administradores nos lucros da companhia. O art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, por sua vez, estabelece dois limites quantitativos para a participação dos administradores nos lucros, a saber: a participação nos lucros deve necessariamente ser igual ou menor que um dos limites de (i) 1/10 dos lucros, ou (ii) o total da remuneração anual dos administradores, devendo prevalecer o menor.

Em que pese a existência de discussão doutrinária a respeito da aplicabilidade desses limites quantitativos a todos os tipos de participação nos lucros, a existência de tais limitações na lei atual a diferencia da anterior e merecia ser destacada e delas se tratará nas seções subsequentes.

4.5. Limitações para as participações nos lucros

[246] L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, cit. (nota 222 supra), p. 200. Um aprofundamento das regras relativas ao dividendo mínimo obrigatório pode ser encontrado em B. ROBERT, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A., Apuração, Declaração e Pagamento*, São Paulo, Quartier Latin, 2011; e L. G. P. B. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, São Paulo, Obelisco, 1969.

São três as limitações trazidas pelo art. 152, §§1º e 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a saber: (i) o estatuto deve fixar o dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido (*limitação estatutária*); (ii) o total da participação não deve ultrapassar a remuneração anual dos administradores, tampouco um décimo dos lucros (limitação quantitativa); e (iii) no exercício social em que se pretende pagar a participação aos administradores deve haver lucro e deve ter sido atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976 (*limitação de lucros e dividendos*).

Assim, as limitações para pagamento da participação nos lucros podem ser de ordem estatutária, quantitativa e de lucros e dividendos.

A *limitação estatutária* consiste na exigência feita pelo art. 152, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, de que o estatuto social preveja o pagamento do dividendo mínimo obrigatório aos acionistas de no mínimo 25% do lucro líquido para que o próprio documento possa prever o pagamento de participação nos lucros aos administradores.

De acordo com essa limitação, caso o estatuto não fixe o dividendo mínimo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, o próprio estatuto não poderia atribuir o pagamento de participação nos lucros aos administradores da companhia.

Com essa disposição, o legislador pretendeu subordinar a previsão no estatuto social de qualquer participação nos lucros dos administradores à previsão estatutária de um dividendo mínimo obrigatório igual ou superior a 25% do lucro líquido. Assim, se o estatuto atribuir aos acionistas um dividendo mínimo obrigatório inferior a 25% do lucro líquido, o estatuto não poderá prever o pagamento de participação nos lucros aos administradores.[247]

Como se verá adiante, de acordo com alguns doutrinadores, isso não impede que a assembleia delibere discricionariamente o pagamento de participação nos lucros extra

[247] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, cit. (nota 222 supra), p. 208; e F. A. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), pp. 167 e ss. De acordo com este último autor, "[d]o § 1º [do art. 152] resulta entre outras consequências, a de que nem todo estatuto possa prever que os administradores gozem, além de sua remuneração *pro labore faciendo*, de uma participação nos lucros *propter officium*. Só os estatutos em que o dividendo obrigatório seja não menor que 25% do lucro líquido poderão fazê-lo".

estatutária aos administradores. Para outros, essa limitação estatutária seria absoluta, de modo que, se o estatuto não previr a atribuição de um dividendo mínimo obrigatório de 25% ou mais do lucro líquido, nem ele nem a assembleia poderão atribuir aos administradores participação nos lucros sociais.

Em função dessa controvérsia, é possível encontrar na doutrina nacional diversas críticas à redação do dispositivo em questão.[248] Uma das críticas mencionadas reside no fato de que o § 1º, do art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976, faz menção ao dividendo obrigatório de 25% do lucro líquido, ao passo que o § 2º do mesmo dispositivo não faz menção a tal percentual, mas tão somente remete ao art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, que também não se refere ao percentual mencionado, gerando dificuldade à harmonização entre os dispositivos.[249]

Essas diferenças entre os parágrafos do referido artigo e levam alguns autores, como veremos na seção subsequente, a concluírem que cada parágrafo se refere a diferentes tipos de participação nos lucros – a estatutária e a extra estatutária. De outro lado, para a corrente protetiva, os dispositivos não se refeririam a diferentes tipos de participação nos lucros, tais dispositivos seriam apenas complementares.

A *limitação quantitativa* consiste na imposição de limites numéricos máximos aos quais a participação nos lucros sociais está sujeita, conforme o art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Nos termos desse dispositivo, o total da participação não deve ultrapassar os limites máximos da remuneração anual dos administradores ou um décimo dos lucros, devendo prevalecer o limite que for menor.

Vale destacar que, conforme afirma F. R. ALONSO, a fração correspondente a um "décimo dos lucros" não se refere ao lucro líquido, mas sim do resultado do exercício,

---

[248] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 249; e E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 467.

[249] Nesse sentido, segundo P. F. C. S. TOLEDO, o texto do dispositivo seria mais claro se a expressão '*de que trata o art. 202*' não existisse ou fosse suprimida, cf. *O conselho de administração na sociedade anônima*, 2ª Ed., São Paulo, Atlas, 1999, p. 51. Na mesma linha, M. CARVALHOSA observa que "[é] principalmente a canhestra redação do §1º mantida pela Lei nº 9.457, de 1997, que vem lançando enorme confusão. Assim, ao falar em fixação do 'dividendo obrigatório de 25%', esqueceu-se o legislador dos outros critérios permitidos no §1º do art. 202 da lei, dando a impressão de que somente quando o estatuto usa o percentual do lucro é que poderá haver participação dos administradores nos resultados do exercício", cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 298.

depois de deduzir apenas os prejuízos acumulados e o imposto de renda, nos termos do art. 152, §1º, combinado com o art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976.[250]

Assim como ocorre para a *limitação estatutária*, parte da doutrina defende a ideia de que a *limitação quantitativa* aqui tratada seria aplicável tão somente à participação formalmente prevista no estatuto social, isto é, a participação estatutária. Segundo essa linha de entendimento, a participação nos lucros que fosse deliberada pela assembleia não estaria sujeita a esses limites quantitativos. Para outros, como não haveria outro tipo de participação a não ser a participação estatutária, essa discussão perderia o objeto. Para uma terceira linha, embora a assembleia possa deliberar o pagamento de participações aos administradores, independentemente de previsão estatutária, a *limitação quantitativa* deveria ser igualmente observada pela assembleia. Na seção subsequente trataremos com maior vagar dessas questões.

Por fim, a *limitação de lucros e dividendos* consiste na exigência de que a companhia apure lucros e distribua dividendos no exercício social em que pretende pagar participação nos lucros aos administradores. Essa limitação se traduz em um requisito que deverá ser observado para o pagamento da participação aos administradores e será abordado com maiores detalhes na seção 4.8, abaixo.

4.6. Participação estatutária e/ou extraestatutária

Na seção anterior, procurou-se cuidar das limitações impostas pela lei para o estabelecimento das participações dos administradores nos lucros sociais. Nesta, pretende-se apresentar a discussão doutrinária a respeito da eventual existência de uma participação estatutária, que é aquela prevista no estatuto social, conferindo um direito subjetivo ao administrador da companhia, de uma participação extra estatutária, aquela que é deliberada pela assembleia geral, e, especialmente, averiguar se as limitações de que se cuidou na seção anterior se aplicariam às duas modalidades de participação acima mencionadas.

Na seção 4.4 acima, foram demonstradas as diferenças existentes entre os dispositivos do Decreto-lei nº 2.627, de 1940 e os da Lei nº 6.404, de 1976. Também foi

[250] Cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), p. 168.

mencionada a diferença entre a redação do §1º do art. 152 (que faz menção expressa à necessidade de atribuição aos acionistas de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido) e a do §2º do art. 152 (que faz menção ao dividendo obrigatório de que trata o art. 202, sem referir-se a qualquer percentual do lucro líquido).

A partir de tais diferenças, desenvolveram-se duas linhas de interpretação divergentes a respeito da participação dos administradores nos lucros da companhia.

Isso porque, em tese, o estatuto social pode (i) prever um dividendo mínimo inferior *ou* superior a 25% do lucro líquido; e (ii) prever *ou* deixar de prever o pagamento de participação nos lucros aos administradores. É justamente na previsão pelo estatuto de um dividendo inferior a 25% do lucro líquido e na presença ou ausência de previsão estatutária de participação nos lucros que reside a divergência acima citada.

De um lado, alguns estudiosos entendem que mesmo que o estatuto fixasse um dividendo mínimo inferior a 25% do lucro líquido ou ainda fosse omisso sobre a existência de participação nos lucros dos administradores, a assembleia poderia deliberar o seu pagamento aos administradores em determinado exercício.

Ainda segundo essa primeira linha interpretativa, caso o estatuto já previsse o pagamento de participação nos lucros aos administradores, a assembleia de acionistas teria poderes para conferir aos administradores o pagamento de uma participação nos lucros adicional.

A participação que eventualmente fosse deliberada pela assembleia em qualquer das hipóteses acima mencionadas não estaria sujeita à *limitação quantitativa* do art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976, nem aos critérios do art. 190 da mesma lei. Para fins deste trabalho, essa primeira linha de entendimento será designada por *escola liberal*.

De outro lado, alguns estudiosos defendem a ideia de que somente poderia haver pagamento de participação nos lucros aos administradores caso o estatuto fixasse um dividendo mínimo superior a 25% do lucro líquido e fosse expresso a respeito da participação dos administradores nos lucros sociais.

Assim, só poderia haver participação dos administradores nos lucros caso o estatuto previsse um dividendo mínimo de 25% ou mais do lucro líquido, nos termos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e, por conta dessa previsão, estivesse autorizado a outorgar aos administradores uma participação nos lucros sociais. Para fins deste trabalho, essa segunda linha de entendimento será designada por *escola protetiva*.

4.6.1. Escola liberal.

O entendimento da escola liberal tem seus alicerces nos seguintes pontos: (i) ainda que o estatuto fixasse um dividendo inferior a 25% do lucro líquido, a assembleia poderia deliberar o pagamento de participação nos lucros aos administradores; (ii) ainda que o estatuto silenciasse sobre tal participação nos lucros, a assembleia poderia deliberá-la; e (iii) ainda que o estatuto fosse expresso sobre as participações pagas nos limites legais, a assembleia seria soberana para deliberar o pagamento de participação aos administradores que não estariam sujeitas à limitação quantitativa do art. 152, §1º da Lei nº 6.404, de 1976.

A escola liberal fundamenta seu entendimento na soberania da assembleia geral de acionistas. Tal escola preconiza que sendo a assembleia soberana e inexistindo previsão legal em contrário, o conclave de acionistas teria poderes discricionários para, observando a disposição do art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976 (que, como se viu, faz menção ao "dividendo obrigatório de que trata o art. 202", sem fazer referência a um percentual específico), deliberar o pagamento de participação nos lucros aos administradores, mesmo que o dividendo mínimo fosse inferior a 25% do lucro líquido e independentemente da existência de previsão estatutária a respeito da participação dos administradores nos lucros sociais.

Seguindo o entendimento da escola liberal, a participação dos administradores nos lucros não seria mais matéria de competência privativa do estatuto social, como ocorria sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940. Segundo essa interpretação, os acionistas reunidos em assembleia poderiam deliberar o pagamento de participação nos lucros aos administradores mesmo que o estatuto fosse omisso a esse respeito. A ausência de

previsão estatutária não inibiria, assim, a assembleia de deliberar o pagamento de participação nos lucros aos administradores.[251]

Ademais, caso o estatuto fosse expresso quanto ao pagamento da participação nos lucros aos administradores, ainda assim a assembleia poderia fixar um pagamento adicional. Por exemplo, ainda que o estatuto previsse uma participação dos administradores já no limite máximo legal – 10% dos lucros remanescentes após a dedução dos prejuízos acumulados e a provisão para imposto de renda ou o total da remuneração anual dos administradores, o que for menor – a assembleia teria poderes para atribuir aos administradores uma participação complementar, isto é, além daquela já eventualmente formalizada no estatuto social.

Dessa forma, a previsão do estatuto de distribuição de participação aos administradores não impediria que a assembleia geral de acionistas, no exercício de sua atribuição soberana de decidir a respeito do lucro apurado, deliberasse distribuir maiores participações aos administradores, já que a lei não apresenta restrições nesse sentido.[252]

Para essa parcela da doutrina haveria uma dicotomia entre dois tipos de participação nos lucros, a saber: (i) de um lado, a *participação estatutária nos lucros*, ou seja, aquela que segue os requisitos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e pode, portanto, ser previamente formalizada no estatuto social; e (ii) de outro, a *participação assemblear nos lucros* (também chamada de *extra estatutária, voluntária* ou *discricionária*), isto é, aquela que decorre da vontade soberana dos acionistas, manifestada em deliberação da assembleia geral, independentemente de previsão estatutária sobre determinação do pagamento de dividendo não inferior a 25% do lucro líquido ou sobre a própria participação.

De acordo com essa dicotomia, teríamos os seguintes cenários: (i) o estatuto fixa um dividendo mínimo superior a 25% do lucro líquido e então "pode", nos termos do art.

---

[251] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), pp. 39 e ss.; L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, cit. (nota 222 supra), p. 203; F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), pp. 167/174; e E. S. CARMO, *Relações Jurídicas na Administração da S.A.*, Rio de Janeiro, Aide, 1988, p. 118.

[252] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 305.

152, §1º, prever uma participação dos administradores nos lucros, que estará sujeita aos limites do mesmo dispositivo – participação estatutária; (ii) o estatuto prevê dividendo inferior a 25% do lucro líquido, por isso "não pode" prever a participação nos lucros, o que, no entanto, não impede a assembleia de deliberar o pagamento de tal participação, que não estará sujeita aos limites quantitativos do art. 152, §1º – participação extra estatutária. Vale dizer que, de acordo com a escola liberal, mesmo no item (i) a assembleia poderia deliberar uma participação extra estatutária adicional.

Cumpre lembrar que sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, ainda que o referido diploma tratasse da matéria como sendo de competência privativa do estatuto, T. M. VALVERDE estabelecia uma diferenciação semelhante entre a participação constante dos estatutos (estatutária) e a participação votada pela assembleia (extra estatutária), conforme fez consignar no seguinte excerto: "não se confundem com a porcentagem sobre os lucros líquidos, que passa, quando constante dos estatutos, ou resolvida pela assembleia geral, a constituir um direito dos diretores, as gratificações extraordinárias votadas pela assembléia a favor deles".[253]

Os seguidores da escola liberal afirmam que se o estatuto previr a participação nos lucros, nos moldes do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, então estará criado para os administradores um *direito estatutário* a um percentual mínimo dos lucros. Esse *direito estatutário* de participação nos lucros que seria independente de deliberação da assembleia geral a esse respeito. Ou seja, uma vez estatutariamente previsto, o direito do administrador de participar nos lucros da companhia origina-se a partir do próprio estatuto social, independentemente de deliberação da assembleia geral.

Assim, por intermédio da participação estatutária, cria-se, de um lado, um direito subjetivo para o administrador, e, de outro, um dever jurídico para a companhia, sendo que ambos se prolongam duradouramente no tempo. Teria, assim, a natureza de um encargo fixo da companhia.[254]

---

[253] Cf. T. M. VALVERDE, *Sociedade por Ações*, cit. (nota 1 supra), p. 421. No mesmo sentido, cf. R. C. GUIMARÃES, Ruy Carneiro, *Sociedade por Ações*, cit. (nota 1 supra), p. 199.

[254] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), pp. 39 e ss.; Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), pp. 203/204; e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 304/305. Por essas razões, o último autor afirma que o fundamento da ação do administrador cujo

A participação extra estatutária, por sua vez, consistiria em liberalidade da companhia. Diferentemente do que ocorre com a participação prevista no estatuto social, em relação à modalidade extra estatutária o administrador não teria a possibilidade de invocar um direito subjetivo preexistente. Isso porque a participação extra estatutária seria esporádica, ocasional, e dependente da assembleia que a deliberar, circunscrevendo-se a tal deliberação e esgotando-se no exercício em que paga. Por essas razões, a participação não estatutária apresentaria menor gravidade em relação à proteção, a médio e longo prazos, dos interesses das minorias.[255]

Para os seguidores da escola liberal, a *limitação estatutária* se referiria apenas àquela participação dos administradores que fosse prevista no estatuto social, i.e., a participação estatutária. Com efeito, segundo os defensores dessa tese, a exigência de que o estatuto preveja o pagamento do dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido seria um requisito para que o próprio estatuto estivesse habilitado a prever a participação dos administradores, mas não seria aplicável às participações que a assembleia deliberar independentemente de previsão estatutária.[256]

Ademais, ainda para a escola liberal, a participação deliberada pela assembleia não estaria sujeita à *limitação quantitativa* do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Poderia, dessa forma, ser superior aos valores correspondentes a 1/10 dos lucros ou o total da remuneração anual dos administradores. Tais limites seriam aplicáveis apenas às participações previstas no estatuto social, uma vez que circunscritas ao art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, mas não às participações deliberadas pela assembleia.

É o que se depreende das seguintes palavras de A. XAVIER: "[c]oncluímos assim que a Lei 6.404 circunscreve os seus limites às participações estatutárias nos lucros. As demais compensações premiais podem ser livremente atribuídas aos administradores pela

---

pagamento de participação estatutariamente prevista seja negado consiste na própria existência de fundos disponíveis, desde que observados os demais requisitos legalmente previstos, tal como a distribuição do dividendo mínimo obrigatório.

[255] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), pp. 44/45; L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), pp. 304 e ss..

[256] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 43

assembléia geral, pouco importando a sua denominação (gratificação, bônus, bonificação, participação não estatutária nos lucros) e seja qual for o dividendo mínimo pago pela companhia".[257]

Isso porque tais participações extra estatutárias teriam natureza jurídica distinta da participação estatutária, o que sujeitaria uma a um regime jurídico diverso do da outra. A participação estatutária se regeria pelo §1º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, a passo que a participação extra estatutária se regeria pelo §2º. Essa natureza jurídica diferente reside em, pelo menos, duas razões.

Primeiro, a participação assemblear teria caráter esporádico e restringir-se-ia ao exercício em que deliberada. Tal participação corresponderia a mera expectativa dos administradores, sujeita à aprovação da assembleia. Diferentemente, a participação estatutária, por estar formalizada no estatuto social da companhia, criaria um direito subjetivo de caráter duradouro para o administrador, representando para a companhia um encargo que se prolonga no tempo.

Segundo, a participação estatutária não compõe a proposta de destinação do lucro líquido. A própria sistemática da lei, que será estudada com maiores detalhes na seção 4.7, abaixo, excluiu a participação estatutária do conceito de lucro líquido. De fato, nos termos do art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, trata-se de dedução realizada sobre o lucro bruto, de modo que a participação estatutária deve figurar nas demonstrações financeiras como gastos ou despesas da companhia, nos moldes do art. 187, da mesma lei. Diversamente, a participação extra estatutária poderia constar da proposta de destinação do lucro líquido, no pressuposto de sua aprovação pela assembleia geral, nos termos do art. 176, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976.[258]

---

[257] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 45.

[258] A esse respeito, particularmente interessante a remissão feita por L. G. P. B. LEÃES ao direito societário europeu no seguinte trecho: "[c]ortando cerce velha querela existente no direito societário europeu, a Lei 6.404 desde logo identifica na noção de participação dos administradores nos lucros da companhia dois fenômenos distintos. No primeiro, a participação é encarada como um mecanismo de retribuição, e, como tal, devendo figurar no balanço como uma 'despesa de exercício' (*Geschäftsukosten*), a ser descontada do resultado para efeito da determinação do lucro líquido, cuja distribuição será feita em assembléia. Ariberto Mignoli chama essa figura de *participação em sentido impróprio*, para distingui-la da *participação em sentido próprio*, que se dá quando a atribuição é feita em assembleia, como distribuição dos lucros líquidos (*Tantiemepflichtig*)", cf. *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), p. 205.

Tendo natureza jurídica distinta, a participação extra estatutária estaria sujeita a um regime jurídico diverso. Assim, a limitação quantitativa do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, não se aplicaria às participações deliberadas pela assembleia, pois tal limitação seria restrita e adstrita ao regime jurídico aplicável à participação estatutária. Desse modo, segundo esse entendimento, tais participações poderiam exceder 1/10 dos lucros ou o total da remuneração anual dos administradores e até mesmo serem pagas ainda que o estatuto não previsse um dividendo mínimo igual ou superior a 25%.[259]

É verdade que M. CARVALHOSA e F. R. ALONSO seguem a escola liberal. Cada um, porém, apresenta ressalvas importantes quanto a tal linha de interpretação.

Em primeiro lugar, M. CARVALHOSA admite a existência das duas modalidades: a participação estatutária, nos termos do art. 152, §1º, e a participação extra estatutária, deliberada pela assembleia e não sujeita à limitação quantitativa do referido dispositivo. Para o referido autor, no entanto, a limitação estatutária, isto é, a necessária atribuição pelo estatuto de um dividendo não inferior a 25% do lucro líquido seria aplicável a ambas as modalidades. Assim, somente poderia haver participação nos lucros – seja estatutária, seja extra estatutária – caso houvesse a distribuição de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido.[260]

Em segundo lugar, embora F. R. ALONSO também concorde com a existência de uma participação extra estatutária, que denomina de discricionária, o autor acredita que também a participação extra estatutária estaria sujeita à limitação quantitativa do art. 152, §1º. Dessa forma, segundo o autor, a soma das participações estatutária e extra estatutária

[259] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), pp. 39 e ss.; Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), pp. 203/206; e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), pp. 304/305.

[260] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 307. O entendimento de M. CARVALHOSA se alinha ao de F. K. COMPARATO no sentido de que "[o] pressuposto à existência de um direito aos administradores de participação nos lucros sociais é a fixação do dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, em cada exercício", cf. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório,* cit. (nota 219 supra), p. 150.

não poderia ser superior a 1/10 dos lucros ou ao total da remuneração anual dos administradores.[261]

À parte essas ressalvas, à luz das linhas gerais do entendimento da *escola liberal*, poder-se-ia, a título ilustrativo, pensar nas seguintes hipóteses: (i) o estatuto social fixa o dividendo mínimo em 25% ou mais do lucro líquido; (ii) o estatuto social fixa o dividendo mínimo obrigatório em patamar inferior a 25% do lucro líquido; e (iii) o estatuto social silencia a respeito do dividendo mínimo obrigatório. Utilizando-se os limites da *escola liberal*, seriam obtidas as conclusões indicadas nos parágrafos abaixo.

Na primeira hipótese, como o estatuto social fixou o dividendo mínimo em 25% ou mais do lucro líquido, foi cumprido o requisito do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, de forma que o documento pode ser expresso quanto ao pagamento de participação nos lucros sociais para os administradores, desde que observada a limitação quantitativa legal, consubstanciando-se, assim, a participação estatutária.[262] Além disso, a assembleia poderia, ainda, deliberar uma participação extra estatutária excedente, a qual não estaria sujeita aos limites quantitativos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.[263]

---

[261] Cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), p. 168.

[262] Hipótese semelhante foi analisada em L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), pp. 198 e ss.. No caso analisado por LEÃES, o estatuto da companhia fixava um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido e também previa participação dos administradores nos lucros sociais até o limite legal. A sociedade objeto do parecer era uma companhia fechada e, portanto, sujeita à faculdade de invocar a exceção do art. 202, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, isto é, a assembleia poderia deliberar a distribuição aos acionistas de dividendo inferior ao obrigatório, conforme proposto pela diretoria, desde que não haja qualquer oposição na assembleia que aprovar tal procedimento ("A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades"). Em determinado exercício, a companhia distribuiu, nos termos do referido art. 202, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, dividendos inferiores ao mínimo previsto no estatuto social. A dúvida residia, então, na possibilidade de a companhia pagar participações nos lucros aos administradores, uma vez que havia sido distribuído um dividendo inferior ao obrigatório previsto no estatuto. Diante desse quadro fático, LEÃES concluiu que: "1.º) a deliberação tomada em ambas as Assembléias, sem que tenha havido oposição de qualquer acionista presente, no sentido de distribuir dividendo inferior ao obrigatório, inibe a participação estatutária dos administradores nos lucros da companhia, já que esta está subordinada à efetiva distribuição daquele, à razão de 25%, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 152, da Lei 6.404; 2.º) isso evidentemente não significa que os administradores não possam participar dos lucros da companhia, mas, nessa hipótese, a participação passa a ser extra-estatutária, fixada a critério da Assembléia". Assim, a conclusão de LEÃES é a de que a participação estatuária não poderia ser paga aos administradores porque está sujeita à distribuição de dividendos aos acionistas de no mínimo 25% dos lucros. No entanto, a assembleia teria discricionariedade para deliberar uma participação extra estatutária, sendo que esta não estaria sujeita aos limites quantitativos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

[263] Vale registrar que ALONSO chega a conclusão semelhante, divergindo apenas quanto ao fato de que, em sua opinião, a participação extra estatutária também estaria sujeita aos limites quantitativos do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976. Sendo assim, a soma das participações estatutária e extra estatutária não poderia ser

Na segunda hipótese, como estatuto fixou um dividendo mínimo obrigatório inferior a 25% do lucro líquido, não se preenche o requisito previsto no art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, de modo que o estatuto não poderia prever uma participação estatutária dos administradores nos lucros sociais. Não obstante essa impossibilidade, a assembleia teria poderes para deliberar uma participação extra estatutária aos administradores, a qual não estaria sujeita aos limites quantitativos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, uma vez que teria natureza diversa e estaria, portanto, sujeita a regime jurídico diferenciado.[264]

Por fim, na terceira hipótese, prevalece o regime do dividendo mínimo obrigatório legal, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976. Segundo tal dispositivo, caso o estatuto seja omisso sobre o dividendo mínimo obrigatório, os acionistas farão jus ao recebimento de metade do lucro líquido a título de dividendo. Considerando-se que o dividendo mínimo obrigatório nesse caso é superior a 25% do lucro líquido, bem como que se assembleia resolver alterar o estatuto para prever a disciplina do dividendo mínimo obrigatório terá que observar o limite mínimo de 25% do lucro líquido, nos termos do art. 202, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, o estatuto poderia, nesta hipótese, prever participação nos lucros aos administradores observando os critérios do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Igualmente, a assembleia poderia deliberar participação nos lucros para os administradores, não estando sujeita aos limites quantitativos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

4.6.2. Escola protetiva

A escola protetiva fundamenta seu entendimento no seguinte ponto: apenas seria possível estabelecer participação dos administradores nos lucros da companhia via estatuto social. Só haveria, dessa forma, participação estatutária.

---

superior a 1/10 dos lucros ou o total da remuneração anual dos administradores, cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria,* cit. (nota 244 supra), pp. 167 e ss..

[264] Nessa segunda hipótese, M. CARVALHOSA divergiria. Para o referido autor, somente poderia haver participação nos lucros caso houvesse a distribuição de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido. Assim, mesmo que o estatuto silenciasse a respeito da participação, a assembleia poderia deliberar seu pagamento, desde que o dividendo distribuído fosse não inferior a 25% do lucro líquido, cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 307.

Nos termos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, o estatuto social só pode prever participação dos administradores nos lucros sociais quando estabelece um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido. Sendo assim, a participação nos lucros somente poderia ser paga aos administradores se o estatuto previsse um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido e se houvesse prévia disposição estatutária a esse respeito, nos termos do art. art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.[265]

A norma atributiva do direito do administrador de participar nos lucros sociais seria o próprio estatuto social. Assim, não haveria se falar na diferença entre participação estatutária e participação extra estatutária. Nesse sentido, vale transcrever o entendimento de F. K. COMPARATO: "[u]ma primeira dificuldade na interpretação da norma reside no fato de que a participação dos administradores nos lucros sociais não pode ser feita sem norma estatutária que a legitime, não bastando a possibilidade legal. O parágrafo 1º do art. 152, em nosso entender, é perfeitamente claro a esse respeito: aí não se diz que os administradores podem receber participação nos lucros, mas que o estatuto pode atribuí-la aos administradores. A norma atributiva nesse caso é, pois, o estatuto e não a lei, ou melhor, esta não tem eficácia concreta sem a indispensável previsão estatutária".[266]

A assembleia não teria poderes para, independentemente de previsão estatutária a respeito do dividendo mínimo obrigatório de 25% ou mais do lucro líquido, deliberar o pagamento de participação nos lucros sociais aos administradores. A possibilidade de atribuição de participação nos lucros estaria restrita aos casos em que o estatuto é expresso ao conferir aos administradores tal direito. E como o estatuto só pode prever participação nos lucros para os administradores se fixar um dividendo mínimo obrigatório de 25% ou mais para os acionistas, a possibilidade de pagamento de participação nos lucros aos

[265] Cf. F. K. COMPARATO, *Comentários às disposições transitórias da nova lei de sociedades por ações*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 23/24; E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), pp. 466 e ss.; J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), pp. 433 e ss.; J. E. TAVARES BORBA, *Direito societário*, 8ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2003; F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 357; M. BARBOSA, *Comentários ao art. 152*, in A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA (coord.), *Direito das Companhias,* Rio de Janeiro, Forense, 2009, pp. 1082/1084.

[266] Cf. F. K. COMPARATO, *Comentários às disposições transitórias da nova lei de sociedades por ações*, cit. (nota 265 supra), pp. 23/24.

administradores estaria restrita às companhias que fixassem um dividendo mínimo obrigatório de 25% ou mais do lucro líquido.

Nesse sentido, o §2º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, ao não mencionar o percentual de 25% do lucro líquido, mas referir-se somente ao "dividendo obrigatório de que trata o art. 202", não introduziria a possibilidade de se deliberar uma participação extra estatutária, mas seria somente um complemento da previsão constante do §1º, sobre a previsão estatutária.

De acordo com a escola protetiva, é preciso perquirir as razões dessas diferenças de redação e buscar uma interpretação que harmonize as disposições dos §§ 1º e 2º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976. Segundo os seguidores da escola protetiva, a *ratio legis* de referidos dispositivos seria conter os abusos anteriormente observados nas remunerações dos administradores. Concluem, assim, que não seria válido concluir que o §1º cercaria de freios e restrições a participação nos lucros e, ao mesmo tempo, o §2º permitiria uma partilha ilimitada dos lucros entre os administradores.

Por essas razões, entendem que os administradores somente poderão receber participação nos lucros se o estatuto fixar o dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, nos termos do §1º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse sentido, o §2º não se prestaria a autorizar o pagamento de participações nos lucros não sujeitas aos limites do §1º, mas sim a estabelecer o requisito de que para o pagamento da participação nos lucros não bastaria a previsão estatutária do dividendo mínimo de 25% ou mais do lucro líquido, mas seria necessária a efetiva atribuição de tal dividendo aos acionistas.[267]

Excepcionalmente, e apenas como uma interpretação harmonizadora da aparente contradição entre o § 1º e o § 2º do art. 152, caso o estatuto fosse omisso a respeito da participação dos administradores nos lucros da companhia, a assembleia poderia fixá-la. Contudo, nesse caso, a assembleia deveria observar os limites máximos dispostos no art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.[268]

---

[267] Cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 469.

[268] Cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 470.

C. V. REZENDE procura sistematizar as razões pelas quais adere ao entendimento da escola protetiva: (i) a participação dos administradores nos lucros teria natureza excepcional, decorrente tanto da ordem imposta pelo art. 190, quanto dos limites impostos pelo próprio art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976, de modo que os dispositivos legais a ela referentes teriam caráter restritivo, e assim deveriam ser interpretados; (ii) a companhia somente poderia atribuir participação nos lucros aos administradores caso o estatuto fosse expresso a respeito da existência da referida participação; (iii) a participação somente poderia ser paga caso seja atribuído aos acionistas um dividendo de 25% ou mais do lucro líquido (por previsão estatutária ou por omissão); caso o dividendo não seja pago ou caso seja menor a quarta parte do lucro líquido, nem o próprio estatuto, nem qualquer outro órgão societário poderia fixar participação nos lucros para os administradores; (iv) a lei não permitiria à assembleia o que teria proibido ao próprio estatuto; (v) a assembleia não poderia deliberar o pagamento de participações adicionais àquelas já previstas no estatuto social; (vi) a assembleia não poderia destinar aos administradores nenhuma parcela do lucro que o estatuto não atribua; e (vii) a lei teria conferido ao estatuto o poder de conceder a assembleia o direito de fixar o *quantum* da participação e não o direito de fixar a participação propriamente dita.[269]

Assim, os §§1º e 2º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, não seriam independentes e autônomos. Para a escola protetiva, a melhor interpretação seria a de que a leitura dos §§1º e 2º deveria ser feita em conjunto, de modo que a previsão estatutária seria um requisito necessário para que a companhia pudesse atribuir aos seus administradores participação nos lucros sociais. Isso evitaria a hipótese de abuso de o dividendo ser fixado em valor simbólico somente para autorizar a atribuição de participação nos lucros aos administradores. O §2º seria, dessa forma, um complemento ao §1º, trazendo uma nova condição para que os administradores participem nos lucros sociais, isto é, a efetiva atribuição do dividendo ao acionista.[270]

[269] Cf. C. V. REZENDE, *Participação dos Administradores nos Lucros e Dividendos Obrigatórios*, in *RDM*, nº 27, 1978, pp. 27/29.

[270] Cf. C. V. REZENDE, *Participação dos Administradores nos Lucros e Dividendos Obrigatórios*, cit. (nota 269 supra), p. 27/30.

Em sentido semelhante, J. E. TAVARES BORBA conclui que para a participação dos administradores a previsão estatutária seria imprescindível por diversas razões, a saber: "a) sem fixação estatutária, a participação se transformaria em uma liberalidade; b) exigir o dividendo de vinte e cinco por cento para a participação estatutária e não exigi-lo para a assembleia seria um ilogismo; c) o Capítulo XVI da Lei 6.404, de 1976, que trata de 'lucro, reservas e dividendos', apenas se refere às participações estatutárias; d) o §2º do art. 152, considerada a sua redação ('Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o art. 202'), denota cuidar-se, no caso, de referencia a um direito preestabelecido, ao qual se faz uma restrição (somente fará jus); e) se o § 2º tivesse autonomia, os limites previstos no §1º a ele não se aplicariam, o que representaria uma conclusão aberrante; f) a referência ao art. 202 não é mais do que uma alusão ao texto que regula o instituto do dividendo obrigatório".[271]

A preocupação dos estudiosos da escola protetiva, que procura restringir os poderes da assembleia para deliberar a respeito da atribuição aos administradores de participação nos lucros, parece residir na proteção dos acionistas minoritários contra eventuais abusos cometidos pelo acionista controlador no momento de deliberar o pagamento de participação nos lucros a administradores que teriam sido indicados pelo próprio controlador. Restringindo a discricionariedade dos administradores e da maioria, seriam coibidos os abusos praticados sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940.

A CVM já adotou posição semelhante ao entendimento da escola protetiva. De fato, no Parecer/CVM/SJU/Nº 020, de 31.01.1979, a então Superintendência Jurídica da CVM destacou que "[a] participação dos administradores nos lucros sociais está vinculada – e limitada – à sua previsão estatutária e à fixação, no estatuto, de dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido; o valor da participação atribuída não poderá exceder 10% do lucro ou do valor da remuneração anula dos administradores, prevalecendo o limite menor".[272]

---

[271] Cf. J. E. TAVARES BORBA, *Direito societário*, cit. (nota 265 supra).

[272] Disponível em www.cvm.gov.br, acesso em 22 de abril de 2012. No mesmo sentido, Parecer/CVM/SJU/Nº 130/79, disponível em www.cvm.gov.br.

Segundo a então Superintendência, o fato de a assembleia deliberar sobre a proposta de destinação do "lucro líquido", nos termos do art. 132, II, da Lei nº 6.404, de 1976, somado ao fato de que as participações estão expressamente excluídas do conceito de lucro líquido, nos termos do art. 190, da mesma lei, corroborariam o entendimento de que a assembleia não teria discricionariedade para deliberar uma participação que não estivesse prevista no estatuto social.

Em outra oportunidade, a mesma Superintendência Jurídica da CVM, no Parecer CVM/SJU/Nº 062, de 29.06.83, manifestou-se no sentido de que a participação dos administradores nos lucros sociais estaria condicionada à observância de três requisitos, a saber: (i) a previsão estatutária do dividendo obrigatório em, pelo menos, 25% do lucro líquido; (ii) distribuição do dividendo fixado no estatuto; e (iii) existência de lucros no exercício social em que se pretende realizar o pagamento da referida participação.[273]

Em uma terceira ocasião (Parecer/CVM/SJU/Nº008, de 04.03.1980), a mesma Superintendência assim interpretou a intenção da Lei nº 6.404, de 1976: "[e]mbora a participação dos administradores não conste da proposta de destinação dos lucros e seja deduzida anteriormente a obtenção do lucro líquido, é intenção da lei que não se efetive, em caso de não ser prevista estatutariamente ou de não se atribuir 25% do lucro líquido aos acionistas, em forma de dividendos (art. 152, §2º)".[274]

Esses três documentos emitidos pela Superintendência Jurídica da CVM, apesar de serem antigos, demonstram o posicionamento daquele órgão no sentido de restringir a possibilidade de a companhia realizar o pagamento de participação nos lucros aos administradores aos casos em que o estatuto fosse expresso quanto ao pagamento de dividendo mínimo superior a 25% do lucro líquido e quanto à participação dos administradores nos lucros sociais. Esse posicionamento teria por objetivo proteger o direito do acionista ao recebimento do dividendo.

Considerando-se o entendimento da escola protetiva, poderiam ser apresentadas as seguintes hipóteses: (i) o estatuto é prevê expressamente um dividendo não inferior a 25%

[273] Cf. M. G. R. P. ANDRADE, *Parecer sobre participação de administradores nos lucros apurados em balanço semestral*, in *Revista da CVM*, 1984, pp. 19/21, também disponível em www.cvm.gov.br.

[274] Disponível em www.cvm.gov.br.

do lucro líquido e prevê expressamente a participação dos administradores nos lucros sociais; (ii) o estatuto prevê expressamente um dividendo não inferior a 25% do lucro líquido, mas é omisso quanto à participação dos administradores nos lucros sociais; (iii) o estatuto é omisso quanto ao dividendo mínimo obrigatório, mas prevê expressamente a participação dos administradores nos lucros; e (iv) o estatuto social é omisso quanto ao dividendo e quanto à participação nos lucros.

Na primeira hipótese, a participação poderia ser paga aos administradores independentemente de assembleia geral de acionistas.

Na segunda, como o estatuto é omisso quanto à participação dos administradores, mas atribui um dividendo não inferior a 25% do lucro líquido aos acionistas, a assembleia até poderia, excepcionalmente, deliberar o pagamento de participação nos lucros sociais aos administradores. No entanto, deveria observar a limitação quantitativa constante do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. O montante pago aos administradores a título de participação nos lucros não poderia, portanto, ser superior a um décimo dos lucros ou ao total da remuneração anual dos administradores.

Na terceira hipótese, diante da omissão do estatuto quanto ao dividendo mínimo, prevalece o dividendo mínimo legal, de 50% do lucro líquido, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse caso, caberá aos acionistas uma parcela superior a 25% do lucro líquido, de modo que os objetivos da lei teriam sido atingidos. Não haveria, assim, óbices para que a companhia cumprisse seu estatuto e pagasse a participação dos administradores nos lucros sociais.[275]

Por fim, na quarta hipótese, a ausência de ambas as cláusulas (uma relativa ao dividendo mínimo e outra relativa à participação dos administradores nos lucros sociais) desautorizaria o pagamento da participação aos administradores.[276]

4.6.3. Finalidades e consequências da discussão.

[275] Cf. C. V. REZENDE, *Participação dos Administradores nos Lucros e Dividendos Obrigatórios*, cit. (nota 269 supra), pp. 30/31.

[276] Cf. J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), pp. 440/441.

A análise realizada acima demonstra que existem duas posições doutrinárias divergentes.

Por um lado, é verdade que vincular a possibilidade de pagamento de participação dos administradores nos lucros sociais à necessária previsão estatutária de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido conferiria maior previsibilidade e garantiria maior segurança aos acionistas minoritários, por, pelo menos, duas razões.

Primeiro, porque para a inserção no estatuto de cláusula atributiva de participação aos administradores nos lucros seria necessário, antes, que o estatuto previsse um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido. Garante-se, assim, um dividendo mínimo de um quarto do lucro líquido ao acionista.

Segundo, porque com uma previsão expressa e formalizada no estatuto sobre a participação nos lucros, gera-se um quadro de maior certeza, segurança e transparência aos acionistas.

Por outro lado, a admissão de uma participação extra estatutária, deliberada pela assembleia geral independentemente de previsão no estatuto e não sujeita aos limites do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, poderia conferir maior flexibilidade à companhia no momento de premiar seus administradores pelos resultados obtidos. Essa alternativa poderia ser desejável caso se pretendesse, justificadamente, premiar os administradores pela obtenção de um lucro estupendo e fora do comum em determinado exercício.

Em casos extraordinários como o mencionado no parágrafo anterior, adotando-se o entendimento da escola protetiva e sujeitando a participação aos limites quantitativos do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, eventuais formalizações no estatuto poderiam restringir justas recompensas aos administradores.

Dessa forma, a possibilidade de a assembleia deliberar uma participação dos administradores superior aos limites do art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ainda que o estatuto fixasse um dividendo mínimo inferior a 25% do lucro líquido e independentemente de previsão estatutária a respeito da preferida participação também

poderia ser benéfica. Isso porque também poderia proporcionar alinhamento de interesses entre administradores, companhia e acionistas.

Eventuais abusos poderiam ser enfrentados pelas vias adequadas, quais sejam, responsabilização dos administradores por violação dos respectivos deveres fiduciários, ações de responsabilidade contra os administradores da companhia, responsabilização do controlador e dos administradores e do controlador por abuso do poder de controle e abuso do direito de voto.

Além disso, como veremos na seção 4.9, abaixo, o art. 190 combinado com o art. 201, da Lei nº 6.404, de 1976, trazem uma sistemática específica de responsabilização dos administradores em caso de irregularidades relativas ao pagamento de participação nos lucros sociais.

4.7. Art. 189 e art. 190 da Lei nº 6.404, de 1976: base para o cálculo da participação

O art. 189 da Lei nº 6.404, de 1976, tem importância particular no presente estudo uma vez que inicia a delimitação da base de cálculo das participações dos administradores nos lucros sociais. Dispõe o referido dispositivo que "[d]o resultado do exercício serão deduzidos, antes de qualquer participação, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda".

O dispositivo é claro no sentido de que nenhuma participação será calculada antes que sejam deduzidos os prejuízos acumulados e a provisão para o imposto de renda. Disso decorre que, caso os mandatos de administradores tenham se iniciado em um exercício encerrado com lucro, mas que tenha sucedido outros exercícios em que tenham sido apurados prejuízos, tais administradores podem não fazer jus à participação nos lucros, caso os lucros sejam absorvidos pela dedução dos prejuízos acumulados. Isso ocorreria em decorrência do teor do art. 189, da Lei nº 6.404, de 1976, que, como visto, determina que não haverá o cálculo de qualquer participação antes que tenham sido deduzidos os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto de Renda.

À primeira vista, essa conclusão poderia soar injusta. Porém, há que se notar que nesse caso a lei tutela o patrimônio da sociedade e o referido dispositivo é expresso e imperativo a esse respeito, não restando dúvidas de que os prejuízos acumulados terão de ser absorvidos antes que seja calculada qualquer participação.[277]

O art. 190 da Lei nº 6.404, de 1976, também é de vital importância para o estudo das participações nos lucros, uma vez que estabelece, de modo específico, a base para o cálculo da participação dos administradores, bem como a ordem em que as participações devem ser calculadas, nos seguintes termos: "as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias serão determinadas, sucessivamente e nessa ordem, com base nos lucros que remanescerem depois de deduzida a participação anteriormente calculada".[278]

Em cumprimento aos citados artigos, uma vez apurado o resultado do exercício, deduz-se a provisão para imposto de renda e o montante dos prejuízos acumulados, nos termos do art. 189 da Lei nº 6.404, de 1976.

Seguindo-se, então, a ordem estabelecida pelo art. 190 da Lei nº 6.404, de 1976, sobre o lucro remanescente será calculada a participação estatutária de empregados.

Posteriormente à dedução da participação estatutária dos empregados, sobre o lucro remanescente deverá ser calculada a participação dos administradores, nos termos do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976.[279]

---

[277] Cf. A. O. CAMPIGLIA, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978, p. 221.

[278] Vale apenas ressalvar que o art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, não faz menção à participação das debêntures. A esse respeito, cf. F. K. COMPARATO, *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*, cit. (nota 219 supra), p. 150; e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 893. Como o referido dispositivo não faz menção à participação das debêntures, é aconselhável que o estatuto da companhia indique claramente a posição da participação das debêntures, se for o caso, na ordem de preferência do cálculo. De toda forma, tal participação foi expressamente mencionada no art. 187, VI, da Lei nº 6.404, de 1976, cf. "Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará: (...)VI – as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, mesmo na forma de instrumentos financeiros, e de instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, que não se caracterizem como despesa". Também constou e do item 9 do Parecer de Orientação CVM nº 4, de 1979.

[279] Conforme observado por T. M. VALVERDE, vale apenas ressalvar que "[e]m princípio, os diretores só devem participar dos lucros líquidos auferidos na exploração do objeto social. Excluem-se, pois, do cálculo, salvo expressa disposição estatutária em contrário, as rendas provenientes de capitais investidos em bens ou

Por fim, depois de deduzida a participação dos administradores, sobre o lucro remanescente será calculada a participação das partes beneficiárias eventualmente existentes nas companhias fechadas.[280]

Assim, de acordo com o art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, a participação estatutária dos administradores nos lucros sociais é deduzida antes da apuração do lucro líquido distribuível. "Lucro líquido" é o saldo da conta de resultados após terem sido deduzidos os prejuízos de exercícios anteriores, o imposto de renda do exercício e as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias.

Sendo assim, a participação estatutária não consta da proposta de destinação do lucro líquido encaminhada à assembleia, pois já terá sido deduzida anteriormente. De fato, assim dispõe o art. 191, da Lei nº 6.404, de 1976: "[l]ucro líquido do exercício é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações de que trata o artigo 190."[281]

Por essas razões, segundo A. XAVIER, o legislador teria reconhecido a essa participação estatutária a natureza de "gastos ou despesas do exercício e não de destinações ou aplicações de um lucro previamente apurado, como ao invés é o caso das participações extra estatutárias".[282]

---

valores estranhos à exploração regular do objeto social, notadamente se essas rendas teem, pelos estatutos, um destino especial", cf. *Sociedade por Ações*, cit. (nota 1 supra), p. 108.

[280] Vale destacar, apenas a título elucidativo, que a Lei nº 10.303, de 2001, alterou o art. 47 da Lei nº 6.404, de 1976, para vedar a emissão de partes beneficiárias por companhias abertas. A partir dessa alteração, a emissão de partes beneficiárias ficou restrita a companhias fechadas, cujo regime de emissão de partes beneficiárias permaneceu inalterado. M. CARVALHOSA apresenta crítica veemente à exclusão do instituto, nos seguintes termos: "[a] exclusão da possibilidade de criação de partes beneficiárias nas companhias abertas, estabelecida no parágrafo único do art. 47, impede um melhor desenvolvimento desse instituto, que seria muito útil, pelas relevantes funções de composição de interesses financeiros, contratuais e patrimoniais que ostenta", cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 893. Sobre as partes beneficiárias, cf., ainda, P. J. COSTA, *As partes beneficiárias*, São Paulo, Saraiva, 1965.

[281] Nesse sentido: "[a] participação dos administradores não poderá ser objeto da proposta de destinação do lucro líquido do exercício (art. 192) a ser submetido à AG para que delibere sobre sua aprovação ou não (art. 132, II). Isto porque a definição legal de lucro líquido (art. 191) exclui explícita e necessariamente a participação dos administradores", cf. Parecer/CVM/SJU/Nº020, de 31.01.1979, disponível em www.cvm.gov.br.

[282] Cf. A. XAVIER, *Administradores de Sociedades*, cit. (nota 69 supra), p. 44.

Segundo a escola liberal, aqui reside outro elemento diferenciador entre a participação estatutária e a extra estatutária. Enquanto a participação estatutária não consta da proposta de destinação do lucro líquido, uma vez que é deduzida anteriormente à apuração de tal lucro, nos termos do art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, a participação extra estatutária poderá constar da proposta enviada à assembleia para a destinação do lucro líquido do exercício, já que a ela não se aplicam os critérios do art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, pois tais critérios se referem à participação estatutária.[283]

A ordem estabelecida pelo art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, é de fundamental importância e sua não observância pode gerar distorções graves. Calcular a participação dos administradores antes que tenha sido deduzida uma participação anterior poderia gerar maiores valores para os administradores, em detrimento dos demais direitos concorrentes em relação ao patrimônio social.

Assim, caso essa ordem não seja respeitada, os administradores poderão vir a ser obrigados a repor as importâncias recebidas a título de participação nos lucros, bem como responsabilizados por violação de deveres fiduciários.[284]

A partir da ordem estabelecida pelo art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, nota-se que a participação dos administradores é residual em relação à participação dos empregados da companhia. A despeito da clareza do dispositivo, pode ser importante que a referida ordem de cálculo seja disciplinada expressamente pelo estatuto da companhia, seguindo orientação destinada à demonstração do resultado do exercício, nos termos do art. 187, da Lei nº 6.404, de 1976.

Para além da ordem de dedutibilidade estabelecida pelo art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, vale mencionar que, para os seguidores da escola liberal, a assembleia poderia ainda

---

[283] Cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), p. 167; e M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 305.

[284] Vale conferir, a esse respeito, o seguinte trecho do Parecer/CVM/SJU/Nº020, de 31.01.1979, disponível em www.cvm.gov.br: "[c]om a inversão da ordem de dedução acima apontada, o novo estatuto da Companhia São Paulo derivados de Petróleo de fato fixou o dividendo obrigatório em percentual inferior a 25% do lucro líquido. Foi, por conseguinte, ilegal a atribuição aos diretores de participação nos lucros do exercício encerrado aos 31.12.77, como serão todas antes que a referida companhia reforme seu estatuto, a fim de fixar o dividendo obrigatório efetivamente em 25% dos lucros (...) os diretores deverão repor à caixa social a importância recebida a título de participação nos lucros referente ao exercício encerrado aos 31.12.77 (art. 190 §único c/c §1º do art. 201)".

deliberar o pagamento de participação nos lucros aos administradores com base nos lucros postos à sua disposição após a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, isto é, os lucros remanescentes.

Segundo CARVALHOSA, tal prerrogativa se inseriria na competência da assembleia para deliberar, nos moldes do art. 132, da Lei nº 6.404, de 1976, a respeito da destinação do saldo do lucro líquido, conforme proposta de destinação apresentada pela administração, nos termos do art. 192 da mesma lei.[285]

4.8. Pagamento da participação nos lucros aos administradores: necessidade de prévia distribuição de dividendos e existência de lucros

Após a análise do art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, e da base para o cálculo dos montantes a serem pagos a título de participação dos administradores nos lucros sociais, cumpre, então, estudar o momento para o pagamento da referida participação. Especificamente, é preciso averiguar a relação entre o momento de pagamento das participações aos administradores e o momento de distribuição dos dividendos aos acionistas. Além disso, é preciso analisar a relação entre o pagamento da participação aos administradores e a existência de lucros no exercício. Tratar-se-á, assim, da *limitação de lucros e dividendos*, referida na seção 4.5, acima.

Dentro da lógica que a Lei nº 6.404, de 1976, e suas posteriores alterações engendraram, a distribuição do dividendo obrigatório tornou-se imperativa. O sistema legal inaugurado pelo art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, visa a evitar que a companhia permaneça, como era relativamente comum ocorrer no regime anterior, longos períodos capitalizando lucros genericamente, sem realizar a distribuição de dividendos.

Por essas razões, a lei cercou o procedimento de distribuição de dividendos de restrições, que objetivam assegurar ao acionista não apenas o teórico e essencial direito à percepção de resultados, mas também a rápida e prática satisfação de tal direito.

[285] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 311.

Nesse sentido, o art. 205, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece que a companhia deverá realizar o pagamento dos dividendos já declarados no prazo de 60 dias.[286] Com essa previsão, a lei visou à satisfação de um direito essencial do acionista, já transformado em crédito contra a companhia. É verdade que, excepcionalmente, nos termos do referido dispositivo, a assembleia geral pode deliberar o adiamento da distribuição de dividendos aos acionistas. Porém, a regra geral é a da rápida e prática satisfação do direito do acionista ao dividendo.

À luz dessa disciplina relativa ao dividendo mínimo obrigatório, que tem como imperativa a sua rápida e prática satisfação, deve-se interpretar o art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, no sentido de que a participação nos lucros somente poderá ser paga aos administradores em momento posterior à efetiva distribuição do dividendo mínimo obrigatório aos acionistas, nos termos do art. 205, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976.

De fato, não faria sentido, de um lado, a lei se cercar de cautelas sobre o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório e a sua efetiva satisfação, e, de outro, autorizar a possibilidade de os administradores receberem sua participação antes que o acionista recebesse seu dividendo, transformando tal direito em uma prerrogativa meramente teórica.

Dessa forma, a expressão "atribuído" constante do art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976 ("[o]s administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for *atribuído* aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202"), deve ser interpretada no sentido de "efetivamente pago". Essa interpretação, aliás, se amolda tanto ao entendimento da doutrina, quanto ao posicionamento da então Superintendência Jurídica da CVM.

---

[286] "Art. 205. A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação."

§ 1º Os dividendos poderão ser pagos por cheque nominativo remetido por via postal para o endereço comunicado pelo acionista à companhia, ou mediante crédito em conta-corrente bancária aberta em nome do acionista.

§ 2º Os dividendos das ações em custódia bancária ou em depósito nos termos dos artigos 41 e 43 serão pagos pela companhia à instituição financeira depositária, que será responsável pela sua entrega aos titulares das ações depositadas.

§ 3º O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

Como observou LEÃES: "[a] lei impõe, para que os administradores façam jus à participação estatutária nos lucros da companhia, a 'atribuição' do dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, assim entendida como a consignação desse direito no estatuto da companhia, nos termos do §1º do art. 152 da Lei 6.404, e evidentemente a 'distribuição' desse dividendo, assim entendida como a consignação do valor respectivo no balanço, com a sua consequente dedução do lucro líquido de exercício".[287] F. R. ALONSO, no mesmo sentido, notou que: "[n]ão haverá participação dos administradores no lucro do exercício se antes os acionistas não receberam dividendos".[288]

A então Superintendência Jurídica da CVM assim se manifestou: "[a] intenção do legislador, que se depreende da orientação geral do conjunto da Lei nº 6.404 é que o dividendo seja efetivamente pago e não apenas teoricamente atribuído, como textualmente se poderia inferir". Em seguida a Superintendência concluiu que "[h]á uma subordinação legal do interesse patrimonial do administrador ao interesse do acionista em receber obrigatoriamente a sua participação, que é exclusivamente de uma natureza, a título de participação societária nos lucros. O interesse do administrador tem duas naturezas: ou é remuneração pelo trabalho, devida sempre, ou participação nos lucros, dependente sempre das condições estabelecidas no artigo 152, §2º".[289]

Assim, o pagamento de participação nos lucros sociais aos administradores sujeita-se à condição necessária de prévia distribuição aos acionistas do dividendo mínimo obrigatório previsto no art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976.

Diante dessas conclusões, a assembleia geral de acionistas pode até deliberar o adiamento do pagamento dos dividendos, nos termos do art. 205, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse caso, entretanto, por implicação lógica do sistema do dividendo obrigatório, o

---

[287] Cf. L. G. P. B. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* cit. (nota 222 supra), p. 208. No mesmo sentido, cf. J. E. TAVARES BORBA, *Direito societário*, cit. (nota 265 supra); e F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 357.

[288] Cf. F. R. ALONSO, *Dividendo e Participação de Diretoria*, cit. (nota 244 supra), p. 168.

[289] Cf. Parecer/CVM/SJU/Nº008 de 04.03.1980, disponível em www.cvm.gov.br. No mesmo sentido, cf. Parecer/CVM/SJU/Nº051, de 15.08.78, e Parecer CVM/SJU/Nº 062, de 29.06.83 da então Superintendência Jurídica da CVM, ambos disponíveis em www.cvm.gov.br: "[o] exercício desse direito [participação dos administradores nos lucros sociais], contudo, encontra-se condicionado à prévia atribuição, aos acionistas, do dividendo obrigatório que, para esse efeito, corresponde ao dividendo estabelecido no estatuto, ajustado nos termos dos itens I, II e III do artigo 202".

pagamento da participação nos lucros dos administradores deverá também ser adiado e realizado somente após a efetiva distribuição do dividendo aos acionistas, nos moldes do art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976.[290]

Assim, como visto, de um lado, para que a companhia esteja autorizada a prever no estatuto o pagamento da participação dos administradores nos lucros sociais, o estatuto também deverá atribuir, e, portanto, a companhia deverá efetivamente pagar dividendo mínimo obrigatório de pelo menos 25% do lucro líquido (art. 152, §1º). De outro lado, para que a companhia esteja autorizada a pagar participação dos administradores nos lucros sociais por deliberação da assembleia geral, também deverá haver atribuição, e, portanto, efetivo pagamento do dividendo mínimo, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976 (art. 152, §2º). O ponto, dessa forma, é que em qualquer dos casos, admita-se a existência de uma participação extra estatutária ou não, o pagamento de tal participação está condicionado à efetiva distribuição de dividendos aos acionistas e não à sua mera previsão estatutária.

Se não fosse essa a interpretação adotada, não haveria sequer a necessidade de se declararem os dividendos para que se pagassem aos administradores a participação nos lucros sociais. Bastaria a teórica e genérica previsão pelo estatuto social de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido para que a companhia realizasse o pagamento de participação estatutária aos administradores. Ou ainda, bastaria a fixação estatutária de um dividendo mínimo nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, para que a companhia atribuísse participação extra estatutária a seus administradores.

Conforme exposto na introdução deste capítulo, é possível inferir, então, agora com mais clareza, que o direito dos administradores à participação nos lucros da companhia tem natureza residual, uma vez que depende da prévia satisfação dos interesses dos acionistas, inclusive os preferencialistas, nos termos do art. 17, da Lei nº 6.404, de 1976, nesses mesmos lucros.[291]

---

[290] A esse respeito vale conferir o entendimento de F. K. COMPARATO: "[m]as embora existente esse direito em tese, a pretensão de pagamento é paralisada no exercício em que deixar de ser distribuído o dividendo obrigatório, por deliberação da assembleia geral, conforme previsto nos parágrafos 3º e 4º do art. 202", cf. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório,* cit. (nota 219 supra), p. 150.

[291] Segundo M. CARVALHOSA, essa "residualidade" é derivada do princípio americano da equidade patrimonial, o qual sujeita a participação dos administradores nos resultados da companhia à prévia

Vale ressalvar, porém, que não basta que a companhia efetivamente distribua dividendos para que realize o pagamento da participação nos lucros a seus administradores. É preciso, antes de tudo, como acima já se asseverou, que existam lucros a serem compartilhados. A distribuição de dividendos é, assim, requisito necessário, porém não suficiente.

Dessa forma, caso a companhia apure prejuízos no exercício e, ainda assim, realize a distribuição de dividendos, à conta de lucros acumulados e da reserva de lucros, ou ainda, à conta da reserva de capital, nos termos do que faculta o art. 17, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, os administradores não farão jus ao recebimento de participação, em razão de não ter havido lucros.

A possibilidade de se distribuírem dividendos à conta dos lucros acumulados ou da reserva de lucros, não se estende ao pagamento da participação dos administradores. Do mesmo modo, a preferência outorgada aos acionistas titulares de ações preferenciais – de receber dividendos a conta da reserva de capital, nos moldes do art. 17, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976 – não se estende aos administradores, que, portanto, não receberão participação nos lucros se no exercício lucros não houver.

Não haveria como ser diferente, uma vez que o art. 189 e o art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, determinam que as participações sejam calculadas sobre o valor do lucro do exercício.

Nesse sentido, vale destacar decisão do Colegiado da CVM, na qual restou consignado: "[c]onforme afirmou a Recorrente, o pagamento de participação aos administradores requer, além do pagamento de dividendo, a existência de lucros e, quer sob a denominação de participação, quer sob a denominação de gratificação, o fato é que a COPENE, conforme atesta sua Demonstração de Resultado (fl. 29), pagou participação aos administradores em exercício social em que a companhia apresentou prejuízo, acrescendo ao montante desse prejuízo o valor pago a título de participação/gratificação. (...) Não

satisfação patrimonial dos acionistas nesses mesmos resultados, cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 304.

procede, também, a alegação acerca de ter sido obedecido o limite da remuneração, previsto no artigo 152, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, pois a ilegalidade do caso presente reside no fato de a participação dos administradores ter sido acrescida a prejuízo do exercício, não consistindo, por evidente, em participação no lucro, conforme prescreve o citado artigo".[292]

Parece natural, portanto, que a eventual realização de pagamento de participação dos administradores sem que seja efetivamente distribuído o dividendo obrigatório aos acionistas ou sem que existam lucros no exercício (ainda que venham a ser distribuídos dividendos) poderá caracterizar responsabilidade dos administradores por abuso do poder de controle e violação de seus deveres fiduciários ou, ainda, por ato de liberalidade, vedado pelo art. 154, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.[293]

Nesse contexto, uma questão interessante que poderia teoricamente ser aventada consistiria na possibilidade de se realizar pagamento de participação nos lucros pela obtenção de certos resultados tais como (i) diminuição dos prejuízos da companhia; (ii) consecução metas independentes de lucro.

Diante do que se expôs acima, pode-se concluir que nessas hipóteses não haveria direito à participação dos administradores, uma vez que tais participações são calculadas sobre o lucro do exercício. Vale destacar, a respeito, o seguinte trecho de decisão do Colegiado da CVM: "[a]demais, não haveria participação calculada com base nos resultados operacionais, conforme se depreenderia do disposto no artigo 189 da Lei Societária, e a conta de lucros acumulados não poderia ser utilizada para pagamento de participação a administradores".[294]

4.9. Os parágrafos do art. 201 da Lei nº 6.404, de 1976: a responsabilidade dos administradores

[292] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ99/2806, Rel. Dir. Joubert Rouvai, j. 01.12.2000.

[293] Nesse sentido, vale destacar decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ99/2806, Rel. Dir. Joubert Rouvai, j. 01.12.2000. Nesse caso, os administradores da COPENE foram intimados a repor as quantias recebidas a título de participação, sob pena de instauração de inquérito administrativo, nos termos da Lei nº 6.385, de 1976.

[294] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ99/2806, Rel. Dir. Joubert Rouvai, j. 01.12.2000.

O parágrafo único do art. 190, da Lei nº 6.404, de 1976, dispõe que "aplica-se ao pagamento das participações dos administradores e das partes beneficiárias o disposto nos parágrafos do art. 201".

O art. 201, por sua vez, inicia a disciplina dos dividendos na Lei nº 6.404, de 1976, ao estabelecer que os dividendos somente poderão ser pagos pela companhia à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros. Admite ainda o pagamento de dividendos à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 6º do art. 17. Mas a referência mais importante para os fins da presente seção reside nos parágrafos do referido artigo.[295]

O §1º implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais caso a origem dos dividendos pagos não seja a conta do lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e a conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do art. 17, da Lei nº 6.404, de 1976.

Transpondo tal dispositivo para a disciplina da participação nos lucros, temos que o §1º acarreta responsabilidade solidária para os administradores caso o pagamento da participação nos lucros ocorra de forma irregular, isto é, caso (i) a participação seja paga sem que tenha havido distribuição do dividendo mínimo obrigatório; (ii) caso a participação seja paga sem que tenha havido lucro; ou (iii) a ordem de dedução estabelecida pelo art. 190 não seja observada. Nessas hipóteses, os administradores deverão repor à caixa social a importância distribuída a título de participação nos lucros, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

O §2º, por sua vez, estabelece que caso os acionistas recebam dividendos de boa fé, eles não estarão obrigados a restituir tais quantias à caixa social. No entanto, caso não

[295] "Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.

§ 1º A distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

§ 2º Os acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido. Presume-se a má-fé quando os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste."

tenha havido levantamento de balanço ou os dividendos tenham sido distribuídos em desacordo com os resultados previstos em tal documento, presume-se má fé.

Aplicando-se tal sistemática para a participação nos lucros, veremos que, caso os administradores recebam participação nos lucros sociais de boa fé, não estarão obrigados a restituir as quantias pertinentes. Será, contudo, presumida má fé dos administradores, caso não haja levantamento de balanço ou caso a participação nos lucros sociais seja paga em desacordo com os resultados nele apresentados.

E como este capítulo tem procurado demonstrar, a participação nos lucros pode gerar incentivos efetivos para o aumento do desempenho e dos resultados dos administradores. No entanto, como se trata de um incentivo vinculado à performance, a participação nos lucros pode gerar também incentivos perversos que ensejem comportamentos oportunísticos dos administradores.

Por exemplo, como a participação nos lucros é calculada com base nos resultados contábeis, os administradores podem, por exemplo, adotar uma perspectiva de curto prazo, evitando ações que diminuam a lucratividade no curto prazo, mas aumentem no longo prazo. Esses comportamentos podem gerar desalinhamento, já que os acionistas, via de regra, têm interesses de longo prazo. Além disso, os administradores poderiam manipular as demonstrações financeiras para que as participações pudessem ser pagas.

Em casos como esses, o administrador poderá vir a ser responsabilizado nos termos do art. 201, da Lei nº 6.404, de 1976. Nos moldes do art. 287, II, d, da Lei nº 6.404, de 1976, prescreve em 3 anos, contados da data da publicação da ata da assembleia geral ordinária do exercício em que as participações tenham sido pagas, a ação contra os administradores que tenham recebido participação nos lucros sociais de má fé.[296]

[296] "Art. 287. Prescreve: (...)

II - em 3 (três) anos: (...)

d) a ação contra os administradores ou titulares de partes beneficiárias para restituição das participações no lucro recebidas de má-fé, contado o prazo da data da publicação da ata da assembléia-geral ordinária do exercício em que as participações tenham sido pagas;"

A lei procurou ser rígida nesse aspecto, com o intuito final de reprimir a distribuição de lucros fictícios e proteger o direito do acionista ao dividendo. Por essas razões, conforme já mencionado na seção 4.8, acima, os requisitos para o pagamento da participação nos lucros, bem como a ordem de dedução das participações são tão importantes e, também por isso, os administradores poderão vir a ser responsabilizados solidariamente.

A esse respeito, vale lembrar aqui o Processo Administrativo CVM nº RJ99/2806, já mencionado na seção anterior, no qual, por decisão do Colegiado da CVM, os administradores da companhia foram obrigados a restituir as quantias recebidas a título de participação nos lucros, sob pena de instauração de inquérito administrativo, nos termos da Lei nº 6.385, de 1976, uma vez que tal participação teria sido paga mesmo tendo-se apurado prejuízo do exercício.[297]

Caso semelhante foi apreciado no âmbito do Parecer CVM/SJU/Nº062, de 29.06.83, em que a então Superintendência Jurídica concluiu pela necessidade de restituição das quantias recebidas pelos administradores a título de adiantamento de participação nos lucros sociais caso a companhia apresentasse prejuízo ao final do exercício, sob pena de abertura de inquérito administrativo nos termos do art. 9º, V, da Lei nº 6.385, de 1976.[298] Esse último caso, por envolver o pagamento de participação nos lucros com base na apuração de lucros intermediários, será tratado com maior detalhamento na seção subsequente.

Vale ressalvar, no entanto, que o administrador que não receber a participação nos lucros ou restar vencido na decisão colegiada que a deliberar estará excluído de tal responsabilidade solidária.[299]

4.10. Participação com base em lucros intermediários

[297] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ99/2806, Rel. Dir. Joubert Rouvai, j. 01.12.2000, disponível em www.cvm.gov.br.

[298] Parecer CVM/SJU/Nº 062-29.06.83, Parecer da Superintendência Jurídica da CVM, Disponível em www.cvm.gov.br também disponível em M. G. R. P. ANDRADE, *Parecer sobre participação de administradores nos lucros apurados em balanço semestral*, cit. (nota 273 supra), pp. 19/21.

[299] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 936.

O já analisado art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece que os acionistas têm direito a receber o dividendo mínimo obrigatório "em cada exercício".

Por sua vez, o art. 175 da Lei nº 6.404, de 1976, dispõe que o exercício social terá a duração de um ano.[300]

Assim, combinando-se as determinações do art. 202 e art. 175 da Lei nº 6.404, de 1976, temos que, via de regra, a distribuição de dividendos ocorre anualmente, isto é, com base no balanço patrimonial levantado com essa periodicidade, já que esse é o tempo de duração do exercício social.

Excepcionalmente, contudo, nos termos do art. 204, da Lei nº 6.404, de 1976, a companhia poderá, por força de lei ou de disposição estatutária, realizar a distribuição de dividendos aos acionistas com base em lucros apurados semestralmente ou em menores períodos.[301] Se de um lado há uma normatização rígida e estrita para a formação e distribuição do dividendo, de outro, há uma certa margem de discricionariedade quanto à cronologia da distribuição dos dividendos, sujeita à disciplina do art. 204.

A distribuição de resultados sob a forma de dividendos aos acionistas pode, portanto, tomar por base interregno inferior a um ano, nos termos do art. 204. Essa possibilidade decorre da importância que a lei confere ao dividendo, direito essencial do acionista, e da flexibilidade conferida às companhias para a satisfação de tal direito.

O art. 204, da Lei nº 6.404, de 1976, prevê quatro formas de distribuição do dividendo intermediário. A primeira é o dividendo apurado com base em balanço

---

[300] "Art. 175. O exercício social terá duração de 1 (um) ano e a data do término será fixada no estatuto.

Parágrafo único. Na constituição da companhia e nos casos de alteração estatutária o exercício social poderá ter duração diversa."

[301] "Art. 204. A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

§ 1º A companhia poderá, nos termos de disposição estatutária, levantar balanço e distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

§ 2º O estatuto poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral."

semestral (art. 204, caput). A segunda é o dividendo intermediário com base em períodos inferiores (art. 204, §1º). Para este caso específico, o art. 204, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece o limite de que "o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182". Esse dispositivo bem demonstra a cautela e zelo de que o legislador cercou a distribuição semestral de dividendos, com o intuito primordial de garantir a integridade do capital social e proteger os credores da companhia. A terceira é o dividendo intermediário pago a qualquer momento, com base nos lucros acumulados (art. 204, §2º).[302] Por fim, a quarta é o dividendo pago a qualquer momento com base na reserva de lucros (art. 204, §2º). Em todas essas hipóteses deverá haver previsão estatutária que autorize a referida distribuição.[303]

Como visto nas seções anteriores, a lei elege os lucros apurados no "exercício social" como referencial para o cálculo das participações, nos termos dos arts. 152, §2º, 189 e 190 da Lei nº 6.404, de 1976. A princípio, a participação seguiria, dessa forma, a mesma regra geral de pagamento anual a que se sujeitam os dividendos. Cumpre analisar, assim, se, paralelamente à distribuição de dividendos intermediários, autorizada pelo art. 204, a companhia poderia também pagar participação aos administradores apurada segundo lucros apurados em intervalos inferiores a um ano.

A Superintendência Jurídica da CVM já se manifestou a respeito dessa questão, concluindo que, diante da ausência de proibição legal expressa, seria legítimo o pagamento de participação dos administradores nos lucros semestrais. À luz da restrição do art. 204, §1º, acima citado, tal Superintendência ressalvou, no entanto, que os administradores somente poderiam participar dos lucros semestrais "se o montante da participação, somado ao dos dividendos distribuídos, não exceder o das reservas de capital de que trata o §1º, do artigo 182".[304]

---

[302] Vale lembrar que com a edição da Lei nº 10.303, de 2001, e a consequente introdução do §6º no art. 202, da Lei nº 6.404, de 1976, deixaram de existir os lucros acumulados genéricos, uma vez que passou a ser vedada a existência de lucros acumulados sem destinação específica. Por conseguinte, a previsão constante do art. 202, §2º relativa à distribuição de dividendo com base em lucros acumulados deixa de ter sentido no atual ordenamento.

[303] Para um aprofundamento das especificidades de cada uma dessas formas de dividendo intermediário, cf. B. ROBERT, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A., Apuração, Declaração e Pagamento*, cit. (nota 246 supra), pp. 119 e ss.

[304] Cf. Parecer/CVM/SJU/Nº 020, de 31.01.1979, disponível em www.cvm.gov.br.

Faz sentido que assim seja, uma vez que o pagamento de participação nos lucros semestrais aos administradores deve observar a mesma prudência que o legislador impôs para a distribuição de dividendos baseados em lucros intermediários, conforme fez constar expressamente da Exposição de Motivos: "o art. 205 (art. 204 da Lei) facilita o pagamento de dividendos intermediários, desde que observadas regras de prudência na apuração dos lucros". Cumpre-se assim o intuito da lei de proteger a integridade do capital social e o interesse dos credores.

Em outro caso específico que envolvia a apuração de lucros semestrais e o pagamento de participação aos administradores com base em lucros semestrais, a referida Superintendência concluiu pela possibilidade de se realizar o pagamento de participação aos administradores com base em lucros semestrais. Ressalvou, no entanto, que tal pagamento ficaria condicionado à apuração de lucros ao término do exercício social. Essa conclusão seria decorrente do entendimento de que os dividendos pagos com base em lucros intermediários seriam um adiantamento dos dividendos eventualmente devidos ao término do exercício, isto é, seriam "dividendos provisórios".

Assim, caso a companhia apurasse prejuízo naquele determinado exercício, o requisito essencial do lucro não estaria presente, de modo que os administradores deveriam restituir à companhia os valores recebidos a título de adiantamento de participação, sob pena de abertura de inquérito administrativo nos termos do art. 9º, V, da Lei nº 6.385, de 1976.[305]

Ademais, por força do mesmo Parecer CVM/SJU/Nº 062, de 29.06.83,[306] a Superintendência reforçou tal entendimento e concluiu que: (i) a distribuição semestral de dividendos corresponde ao pagamento de parcela do dividendo obrigatório devido no exercício social; (ii) o pagamento de participação aos administradores somente pode

[305] Parecer CVM/SJU/Nº 062-29.06.83, Parecer da Superintendência Jurídica da CVM, disponível em www.cvm.gov.br também disponível em M. G. R. P. ANDRADE, *Parecer sobre participação de administradores nos lucros apurados em balanço semestral*, cit. (nota 273 supra), pp. 19/21. No mesmo sentido, cf. Parecer/CVM/PJU/Nº 023/98: "[é] viável, ainda que excepcionalmente, o adiantamento de participação nos lucros, para os administradores, com base em balanço intermediário. Tal antecipação, contudo, está sujeita a eventual devolução, no caso de ser insuficiente o lucro do exercício (...)".

[306] Disponível em www.cvm.gov.br também disponível em M. G. R. P. ANDRADE, *Parecer sobre participação de administradores nos lucros apurados em balanço semestral*, cit. (nota 273 supra), pp. 19/21.

ocorrer a título de adiantamento, uma vez que condicionada à existência de lucros; e (iii) "na hipótese de o balanço anual apresentar prejuízo, a anterior distribuição de dividendo intermediário mesmo que correspondente ou superior ao dividendo obrigatório que seria devido ao cabo de todo o exercício social, não dá ensejo à participação dos administradores. Isto porque tal participação depende não só da distribuição do dividendo obrigatório, como também, da existência de lucros no exercício social (um ano), o que poderá não ocorrer".[307]

De acordo com o entendimento acima mencionado, os administradores poderão receber participação nos lucros apurados em intervalos inferiores a um ano, mas deverão ser observadas as seguintes condições: (i) o montante da participação, somado ao dos dividendos distribuídos, não deve exceder o total das reservas de capital de que trata o §1º, do artigo 182, da Lei nº 6.404, de 1976; e (ii) caso, ao término do exercício social, a companhia apure prejuízo, os administradores ficam obrigados a restituir as quantias recebidas a título de adiantamento de participação nos lucros sociais.

Esse entendimento parece condizente com a exigência de que, para que a companhia realize o pagamento de participação nos lucros aos administradores, sejam distribuídos dividendos aos acionistas e seja apurado lucro no exercício (*limitação de lucros e dividendos* – seção 4.5, acima).

Tal entendimento também parece condizente com a cautela e zelo de que o legislador cercou a distribuição de dividendos, e, portanto, o pagamento da participação dos administradores, com base em lucros intermediários, com o intuito primordial de proteger a integridade do capital social e o interesse dos credores da companhia.

Por fim, tal entendimento parece convergir com a necessidade de se alinharem os interesses dos administradores e os dos acionistas, sujeitando os primeiros a um regime de

[307] O pagamento de participação nos lucros aos administradores com base em balanço semestral também foi referida, ainda que indiretamente, por julgado do STJ, confira-se: "[a] gratificação-semestral equivale a participação nos lucros da empresa, cuja natureza jurídica é desvinculada do salário, por força de previsão constitucional (artigo 7º, XI), estando previsto na Lei das Sociedades Anônimas o pagamento da parcela, o que descarta a incidência da contribuição para a Previdência Social", STJ, 2ª Turma, REsp. nº 420.390/PR, Rel. Min. Eliana Calmon, j. 17.08.2004.

obrigações e responsabilidades mais estrito por exercerem o cargo de gestores fiduciários do empreendimento.

No entanto, diferentemente do que defendido pelos documentos da Superintendência Jurídica da CVM, os dividendos intermediários não têm natureza de adiantamento de lucro do exercício, tampouco são provisórios. Conforme majoritariamente defendido pela doutrina, tais dividendos têm origem em disposição estatutária, bem como em decisão dos acionistas reunidos soberanamente em assembleia.

Os lucros intermediários constituem riqueza já adquirida pela companhia, e os dividendos declarados e pagos com base no balanço intermediário constituem crédito do acionista e, como tal, dividendos definitivos, não sujeitos à confirmação, tampouco à devolução em caso de apuração de prejuízo ao término do exercício social.[308]

Isso porque os acionistas não serão obrigados a restituir os dividendos que tenham recebido de boa fé, nos termos do art. 201, da Lei nº 6.404, de 1976. Caso haja distribuição de dividendos sem levantamento de balanço ou desacordo com ele, no entanto, a má fé é presumida, nos termos do mesmo dispositivo, ficando os acionistas obrigados restituir as quantias recebidas a título de dividendos.

A princípio, a mesma lógica deve ser aplicada para o pagamento da participação dos administradores nos lucros sociais. Assim, caso haja a distribuição de dividendos com base em lucros intermediários e o subsequente pagamento da participação dos administradores em tais lucros, essa participação, tal como ocorre com o dividendo, não terá caráter de adiantamento, tampouco natureza provisória.

---

[308] Vale transcrever: "o dividendo distribuído no curso do exercício constitui crédito líquido do acionista, a partir da decisão regular dos administradores de distribuí-lo. O acionista recebe esses dividendos em decorrência de um crédito vencido e como tal exigível. Não se poderá, por conseguinte, arguir com respeito aos acionistas na hipótese, fraude contra credores", cf. M. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 972; "[s]empre entendemos imprópria a expressão dividendos provisórios para designar os dividendos intermediários (...) Tais dividendos são na verdade definitivos" Trata-se de riqueza já adquirida pela companhia, não sujeita à confirmação", cf. J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 602; e "[n]ão se trata de dividendos adiantados e provisórios (*acconti dividendo*), mas de dividendos definitivos, distribuídos semestralmente, pois, as perdas sucessivas que eventualmente ocorram não poderão certamente ser compensadas com os lucros já distribuídos de maneira irrevogável, à vista de balanço devidamente levantado no semestre", cf. L. G. P. B. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, cit. (nota 246 supra), p. 49. Em sentido contrário, cf. W. FERREIRA, *Tratado de direito comercial*, v. 4, São Paulo, Saraiva, 1961, p. 617.

Trata-se de participação nos lucros definitiva, não ficando os administradores, a princípio, sujeitos à restituição das quantias recebidas em caso de apuração de prejuízo ao término do exercício social, obviamente desde que os limites do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, aplicáveis ao caso sejam devidamente observados.

A diferença é que os administradores estão sujeitos a um regime mais estrito de responsabilização por violação de seus deveres legais. Na qualidade de gestores fiduciários dos interesses dos acionistas e detentores de informações importantes relacionadas às projeções da companhia, os administradores devem se cercar de cautelas para evitar, justamente por conta da necessidade imperiosa de alinhamento de interesses, que ocorram pagamentos de participação nos lucros em um exercício em que há possibilidade de apuração de prejuízo.

Assim, caberá aos administradores adotar os níveis diferenciados de prudência que se espera da administração em situações como essa. Para tanto, deverão os administradores apresentar ou realizar estudos, estimativas, projeções de resultado e planos de segregação contábil que garantam que, mesmo com o pagamento da participação aos administradores com base nos lucros intermediários, a companhia irá, ao término do exercício, cumprir suas obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias, contábeis, comerciais, entre outras. Também será necessário que os administradores considerem a performance histórica da companhia na parcela restante do exercício atual correspondente aos exercícios anteriores.[309]

A lei visa a coibir a distribuição de lucros fictícios e consequentemente o pagamento de participações aos administradores com base nesses lucros inexistentes. Naturalmente, portanto, os administradores poderão vir a ser responsabilizados caso sejam observadas irregularidades no pagamento da participação baseada em lucros intermediários, com fundamento no art. 201, da Lei nº 6.404, de 1976, notadamente nos

[309] Cf. voto do Diretor Eliseu Martins no âmbito do Processo CVM nº RJ 2008/2535, j. 25.11.2008, disponível em www.cvm.gov.br. Apesar de naquele caso discutir-se a utilização de lucros intermediários para a realização de recompra de ações de própria emissão e não para o pagamento de participação dos administradores nos lucros sociais, a discussão foi riquíssima e tem evidente pertinência com o assunto ora discutido, já que trata dos níveis de cautela que deveriam ser observados pelos administradores na utilização dos lucros intermediários.

termos do que se expôs na seção 4.9, acima. E essa responsabilização, como visto, se dá em bases mais estritas, apurando-se o cumprimento dos deveres fiduciários típica e especificamente afeitos aos administradores de sociedades anônimas.

4.11. Renúncia ou destituição do administrador e participação nos lucros.

Como o presente capítulo tem procurado discutir, a participação nos lucros tem estreita relação com os resultados gerados pelos trabalhos prestados pelos administradores, afinal eles farão jus a uma parcela proporcional do lucro que o seu empenho gerar.

Apesar disso, nem sempre é possível identificar a parcela dos resultados do exercício que pode ser diretamente atrelada à contribuição individual de cada administrador. Uma vez apurados os resultados do exercício, é muito difícil segregar as contribuições individuais de cada um dos componentes da administração.

Diante dessa impossibilidade, se o administrador for destituído ou renunciar ao cargo, a solução usualmente encontrada reside em realizar o pagamento da participação ao administrador destituído ou renunciante proporcionalmente ao período que permaneceu na administração da companhia ao longo do exercício social.

O STJ analisou um caso em que o administrador havia sido destituído depois de decorrida mais de metade do exercício social. Naquela oportunidade o referido tribunal manteve a decisão recorrida, cujo teor garantia ao administrador destituído participação nos lucros sociais de forma proporcional ao tempo pelo qual exerceu seu mandato. Vale transcrever trecho do voto que menciona a decisão recorrida: "[s]alvo em caso de responsabilidade criminal, devidamente apurada e comprovada, o Diretor de S/A tem direito à participação sobre os lucros líquidos que se apurarem e correspondentes ao tempo que exerceu as suas funções."[310]

[310] Cf. "[r]ecurso especial. Participação nos lucros de sociedade por ações. Ex-diretor. Contrariedade. Inexistência. Recurso não provido. Não causa contrariedade a lei decisão a confirmar a procedência de ação de cobrança de participação nos lucros, assegurada estatutariamente e deliberada em assembleia de acionistas, a ex-diretor destituído após decorrida mais de metade de exercício social." STJ, 3ª Turma, REsp. nº 12.461/AL, Rel. Min. Cláudio Santos, j. 09.03.1992. No mesmo sentido, vale registrar: "[o]s diretores, tanto no caso de renúncia, como no de revogação, teem, em princípio, direito aos honorários vencidos até o dia em que deixarem o exercício das funções. Relativamente à percentagem sobre os lucros líquidos, que se apuram no fim de cada exercício, tem, em princípio, direito a uma arte deles, proporcionalmente ao tempo que esteve em função", cf. T. M. VALVERDE, *Sociedades por ações*, cit. (nota 1 supra), p. 21. Para M.

Todavia, em determinados casos pode ocorrer que os resultados positivos de um determinado exercício sejam decorrentes de eventos ocorridos justamente após a destituição ou renúncia do administrador. De outro lado, também pode ocorrer que os lucros estejam relacionados a eventos observados em momento anterior à destituição ou renúncia do administrador, por menor que seja o período de mandato.

Apesar de M. CARVALHOSA entender que o resultado do exercício seria indivisível, de modo que a participação deveria ser calculada *pro rata*,[311] as possibilidades acima mencionadas e a ausência de dispositivos legais que tratem dessas questões exigem o desenvolvimento, pela companhia, de métricas que permitam individualizar o desempenho de cada administrador, possibilitando, assim, a atribuição mais justa da participação nos lucros em caso de renúncia ou destituição.

Tais medidas visariam a evitar que um administrador fosse injustificadamente "sobre-remunerado" (*over compensated*), ou mesmo remunerado aquém de seu merecimento.

4.12. Art. 294, §2º da Lei nº 6.404, de 1976: companhias com até 20 acionistas

Nos termos do art. 294, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976,[312] nas companhias fechadas que tiverem menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R$1 milhão, o

---

CARVALHOSA, o pagamento não seria devido em caso de destituição, apenas em casos de morte, renúncia ou incapacidade, cf. C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 312.

[311] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 312.

[312] "Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderá: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - convocar assembléia-geral por anúncio entregue a todos os acionistas, contra-recibo, com a antecedência prevista no artigo 124; e

II - deixar de publicar os documentos de que trata o artigo 133, desde que sejam, por cópias autenticadas, arquivados no registro de comércio juntamente com a ata da assembléia que sobre eles deliberar.

§ 1º A companhia deverá guardar os recibos de entrega dos anúncios de convocação e arquivar no registro de comércio, juntamente com a ata da assembléia, cópia autenticada dos mesmos.

§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas.

§ 3º O disposto neste artigo não se aplica à companhia controladora de grupo de sociedade, ou a ela filiadas."

pagamento da participação dos administradores, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas, poderá ser feito sem observância do § 2º do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976, que sujeita o pagamento da participação à atribuição aos acionistas do dividendo obrigatório de que trata o art. 202, da Lei 6.404, de 1976.[313]

Com esse preceito a lei identifica as sociedades anônimas de menor porte, reconhecendo que em razão de suas peculiaridades, especialmente o restrito rol de acionistas, a facilidade – ao menos em tese, já que a norma exige que não haja oposição de qualquer acionista – de se convencionarem questões relativas à administração, bem como o limitado impacto que as decisões podem causar, tais sociedades não precisam estar sujeitas às mesmas restrições impostas às demais companhias.

Por essas razões, se houver aprovação unânime dos acionistas, ficam tais companhias dispensadas de observar o art. 152, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976, de modo que poderão realizar o pagamento de participação nos lucros sociais aos administradores mesmo que no exercício pertinente não tenha havido a distribuição de dividendos aos acionistas.

4.13. Art. 274 da Lei 6.404, de 1976: participação nos lucros e grupos societários

Como visto na seção, 3.12 acima, o art. 274, da Lei 6.404, de 1976, divide-se em duas partes. A primeira cuida da remuneração em sentido estrito dos administradores do grupo e daqueles que ocupam cargos de administração em mais de uma sociedade e dela tratou-se na própria seção 3.12. A segunda parte cuida da participação nos lucros, ao estabelecer que "a gratificação dos administradores, se houver, poderá ser fixada, dentro dos limites do § 1º do artigo 152 com base nos resultados apurados nas demonstrações financeiras consolidadas do grupo".

[313] Vale reproduzir: "[q]uaisquer companhias fechadas poderão, por deliberação da assembleia geral, distribuir dividendo inferior ao obrigatório ou reter todo o lucro, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente (art. 202, § 3º). Não poderão, contudo, atribuir, no exercício social em que for usada tal faculdade, participação aos administradores (art. 152, § 2º), salvo, no caso das companhias referidas no item anterior, se à assembleia tiverem comparecido todos os acionistas e não tiver havido voto contrário nem abstenção, ou se essa falha houver sido suprida por ulterior ratificação (art. 294, §2º)", cf. C. V. REZENDE, *Participação dos Administradores nos Lucros e Dividendos Obrigatórios*, cit. (nota 269 supra), p. 33.

Em primeiro lugar, deve-se destacar que a referência ao art. 152, §1º, da Lei 6.404, de 1976, faz com que sejam aplicáveis também à participação nos lucros dos administradores dos grupos e dos administradores que integram a administração de mais de uma sociedade do grupo as observações feitas nas seções anteriores deste capítulo.

Em decorrência dos diferentes papeis que desempenham na composição do grupo, as sociedades integrantes apurarão lucros diferentes entre si e, portanto, contribuirão com parcelas díspares para o resultado consolidado.

Apesar dessas possíveis discrepâncias de resultados, segundo alguns doutrinadores, a parte final do dispositivo tem a finalidade de permitir que os administradores de companhias que apurem lucros diversos, participem de forma igualitária dos resultados consolidados do grupo. Para esses doutrinadores, os administradores do grupo devem participar igualitariamente porque as sociedades se obrigam a reunir esforços em benefício do grupo e os administradores de cada sociedade reúnem esforços em favor do grupo como um todo.

Para os partidários dessa tese, não seria justo, dessa forma, que certos administradores, somente pelo fato de se encontrarem alocados em uma sociedade cujo papel na composição e nos resultados do grupo é secundário, recebessem participações inferiores àqueles que administram as sociedades principais propriamente ditas.

Assim, é do balanço consolidado do grupo que se extrai a participação nos lucros dos administradores do grupo e das pessoas que integram a administração de mais de uma sociedade, independentemente do lucro apurado em cada uma delas.[314]

Contudo, como o art. 274, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece uma "possibilidade", nada impede que, justamente em razão do papel central que determinadas sociedades desempenham na composição do grupo, os respectivos administradores recebam uma parcela maior de participação nos resultados. A lei conferiu essa flexibilidade de adaptação para cada caso concreto.

---

[314] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 409; e J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 1055.

Tal como ocorre para a participação dos administradores na sociedades isoladas, prevalece na doutrina o entendimento de que os administradores do grupo e de sociedades dele integrantes somente poderão receber os valores referentes a participação nos lucros nos exercícios em que forem distribuídos aos acionistas o dividendo mínimo obrigatório.[315]

Assim, os requisitos para que os administradores do grupo e os integrantes da administração em mais de uma sociedade dele integrante recebam participação nos lucros são (i) para sociedades anônimas, atendimento às exigências do art. 152, §§1º e 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, isto é, previsão no estatuto social do dividendo mínimo obrigatório de 25%, valor da participação nos lucros não deve ser superior ao total da remuneração anual dos administradores ou a um décimo dos lucros do grupo e distribuição do dividendo aos acionistas de cada sociedade; e (ii) para sociedades de outros tipos, atendimento às exigências dos respectivos contratos sociais.[316]

Como observado na seção 3.12 acima, no entanto, na realidade brasileira os grupos de direito são praticamente inexistentes. Isso faz com que as disposições do art. 274, da Lei nº 6.404, de 1976, careçam de substrato de aplicação prática. Os grupos de fato predominam na prática societária brasileira. Mas em relação à remuneração dos administradores das sociedades dos grupos de fato a lei silenciou, de modo que prevalecem as disposições relativas à remuneração dos administradores das sociedades isoladas.

Tal como observado na seção 3.12, acima, nos grupos de fato, o interesse da sociedade isolada continua preponderante e deve ser assim respeitado. Por essa razão, como já registrado na referida seção, o controlador não poderá influenciar a controlada a realizar pagamento de remuneração a administradores devida por ele próprio, controlador, salvo se apresentar justificativa pormenorizada, contemplando o cumprimento do interesse

---

[315] Cf. M. CARVALHOSA, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 409; J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 1055; e F. MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, cit. (nota 109 supra), p. 472. E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO opinam no sentido de que os administradores do grupo e sociedades dele integrante sempre poderão receber participação nos lucros, uma vez que não faria sentido subordinar o recebimento à distribuição do dividendo obrigatório porque o grupo não distribui dividendos, cf. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 786.

[316] Cf. E. L. TEIXEIRA, J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), p. 786.

das sociedades envolvidas e do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976. Isso representaria abuso do poder de controle (art. 117, da Lei nº 6.404, de 1976) e violação do dever de lealdade (art. 155, da Lei nº 6.404, de 1976) dos administradores que orientaram os negócios da companhia nesse sentido.

Para evitar situações como essa a CVM vem, em linha com as melhores práticas de governança, exigindo transparência da remuneração quando paga por sociedades integrantes do grupo de fato. Nos termos do item 13.1.f do Formulário de Referência, a CVM exige a indicação da existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos. Sobre o tratamento da participação nos lucros pela Instrução CVM nº 480, de 2009, cuidará a próxima seção.

4.14. A Instrução CVM nº 480, de 2009

O art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece limites quantitativos para a fixação da participação nos lucros. O montante a que os administradores farão jus a título dessa modalidade de remuneração não será superior ao total da remuneração anual dos administradores nem a 10% dos lucros, devendo prevalecer o limite que for menor.

A lei não estabelece outros parâmetros para a fixação do valor da participação nos lucros sociais a que farão jus os administradores. Há, portanto, flexibilidade para a utilização de fórmulas e cálculos diversos, desde que o número final se mantenha na margem estabelecida pelo art. 152, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

Diante dessa flexibilidade de cálculo, a Instrução CVM nº 480, de 2009, exigiu a divulgação das formas utilizadas pela companhia para calcular a remuneração variável dos administradores. O item 13.1.c do Formulário de Referência determina que a companhia divulgue quais são os principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração. O item 13.1.d exige a divulgação da maneira pela qual a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho. A companhia também deverá divulgar a remuneração variável devidamente segregada em bônus e participação nos lucros, nos termos do item 13.2.c(ii).

Ademais, nos termos do item 13.3.d do Formulário de Referência, a companhia deverá divulgar, em relação à participação nos resultados (i) valor mínimo previsto no plano de remuneração (ii) valor máximo previsto no plano de remuneração; (iii) valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas; (iv) valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios sociais.

Assim, a companhia deve explicitar não apenas os valores atribuídos aos administradores a título de remuneração variável. Deverá também divulgar quais os meios pelos quais atesta o desempenho dos administradores e, especialmente, as métricas utilizadas para o cálculo da remuneração variável, notadamente a participação nos lucros. Deverá ainda fazer uma construção crítica levando em consideração as possibilidades em relação às metas programadas.

No que diz respeito à participação nos lucros sociais, a norma é importante porque reduz a assimetria informacional em pelo menos dois aspectos fundamentais. Em primeiro lugar, permite ao investidor entender as fórmulas eleitas pela companhia para fixar a remuneração variável dos administradores.

Nesse sentido, o investidor tem a possibilidade de compreender se as performances foram aferidas com base em parâmetros de orçamento, de crescimento anual, de aumento de lucratividade, de comparação com o rendimento dos pares no mercado, ou se eventualmente foram baseados em critérios discricionários eleitos pela administração.

Em segundo lugar, a norma permite ao investidor confrontar os métodos pré estabelecidos e divulgados com os valores efetivamente pagos, aprimorando a fiscalização que realiza sobre os administradores e o controlador, e questionando eventuais irregularidades ou incompatibilidades.

Nesse sentido, M. C. JENSEN e K. J MURPHY afirmam que a eficácia dos parâmetros de performance para cálculo da participação nos lucros depende da influência que os administradores têm sobre o estabelecimento e o ajuste de tais critérios. Os administradores poderiam, por exemplo, aumentar o bônus a ser pago caso tivessem

influência sobre os parâmetros utilizados para o cálculo. Por exemplo, se a participação nos lucros for calculada de acordo com a projeção de determinados resultados, os administradores poderão ter o interesse de que tais metas não sejam as mais ousadas e elevadas, a fim de que possam ser atingidas.[317]

A divulgação dos parâmetros e métricas parece, portanto, essencial para que os acionistas verifiquem se o alinhamento entre seus interesses e os interesses dos administradores está sendo efetivamente promovido pela fórmula adotada para o cálculo da participação nos lucros.

***

[317] Cf. *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 75.

5. REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES BASEADA EM AÇÕES

As modalidades de remuneração dos administradores baseada em ações (*equity based compensation*) surgiram com duas finalidades primordiais.

Primeiro, pretendia-se premiar os serviços prestados à companhia pelos seus administradores, que, assim como a companhia, se beneficiariam da valorização das ações. Segundo, pretendia-se que os administradores corressem o risco da variação do preço das ações da companhia, alinhando, assim, os interesses dos administradores, dos acionistas e da companhia.[318]

Atualmente, a remuneração baseada em ações tem sido a mais importante parcela da remuneração dos administradores de companhias norte-americanas, não apenas em termos quantitativos, mas também em termos qualitativos. Pelo menos três razões contribuíram para isso recentemente.

Em primeiro lugar, a relativa discricionariedade de que gozam as companhias americanas para realizar emissões e recompras de ações de sua emissão facilitou a implementação de planos de remuneração baseada em ações.[319]

Em segundo lugar, como visto na seção 2.1, acima, uma mudança na legislação tributária estabeleceu para as companhias americanas limites quantitativos, para fins de dedutibilidade do imposto de renda, em relação aos montantes pagos aos administradores que não estivessem atrelados à sua performance (*Omnibus Budget Reconciliation Act*, de 1993). Com essa mudança, houve grande incentivo para a outorga de opções de compra aos administradores e o número de companhias que adotavam esse modelo de remuneração aumentou drasticamente.[320]

Por fim, a relação historicamente fraca entre a remuneração dos administradores e o seu desempenho fez com que, na década de 1990, investidores institucionais e reguladores

---

[318] Cf. L. A. BEBCHUK, *How to fix bankers' pay*, 2010, disponível em http://ssrn.com/abstract=1673250, p. 4.

[319] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), pp. 75/76.

[320] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 13.

incentivassem e as companhias adotassem modelos de remuneração que pudessem vincular de maneira direta o pagamento à performance dos administradores.[321]

É verdade que medidas recentes criaram certas restrições quanto à remuneração baseada em ações nas companhias americanas. Como mencionado na seção 2.1, acima, o *Sarbanes-Oxley Act,* de 2002, por exemplo, proibiu que a companhia realizasse empréstimos aos administradores para aquisição de ações de emissão da companhia e obrigou os administradores a restituírem os valores que houvessem recebido a partir de preços de ações artificialmente inflados.

Além disso, medidas recentes do governo americano restringem a remuneração baseada em ações para as companhias que aceitarem recursos governamentais para se soerguerem após a crise econômico financeira.[322]

De toda forma, a remuneração baseada em ações continua a ser a mais importante parcela da remuneração dos administradores das companhias norte-americanas.[323]

No Brasil, há duas razões primordiais que tornam a análise da remuneração baseada em ações um assunto de particular importância.

Em primeiro lugar, nos últimos anos houve significativo aumento do número de companhias brasileiras que passaram a adotar remuneração baseada em ações, especialmente opções de compra, para remunerar seus administradores.[324]

---

[321] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), pp. 12/13; K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 41.

[322] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), p. 76.

[323] Cf. L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure*, cit. (nota 28 supra), p. 75; M. A. EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*, cit. (nota 147 supra), p. 648; e M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 31..

[324] Segundo levantamento realizado pelo Jornal Valor Econômico, a parcela da remuneração baseada em ações representou 14% do valor total pago aos administradores em 2011, cf. Jornal Valor Econômico, 31 de maio de 2012. No ano anterior, a parcela da remuneração baseada em ações era ainda maior. Segundo levantamento realizado pelo jornal Valor Econômico com base no Formulário de Referência de 189 companhias abertas, a remuneração baseada em ações, que em 2009 representava 10%, passou a representar 18% do total da remuneração destinada aos administradores das companhias analisadas, cf. "Remuneração sobe 36%", Jornal Valor Econômico em 18 de abril de 2011. Vale registrar também que "[o]s incentivos de longo prazo oferecidos aos presidentes das maiores empresas dos Estados Unidos, listadas no S&P 500,

Em segundo lugar, em decorrência desse aumento, há uma crescente preocupação do regulador e dos investidores com os tipos de incentivo que essa modalidade de remuneração variável pode gerar, especialmente em vista de um histórico de recentes abusos relacionados a esse tipo de remuneração.[325]

Embora o capítulo trate da remuneração baseada em ações em geral, considerando que opções de compra de ações são a modalidade de remuneração baseada em ações mais utilizada pelas companhias brasileiras, maior ênfase será dada às opções, sem, no entanto, deixar de mencionar outras modalidades, tais como as ações restritas e as *phantom stock options*.

5.1. Conceito, natureza e objetivo das opções de compra de ações

Embora as opções de compra de ações desde há muito já circulassem nos Estados Unidos sob a designação de *stock purchase warrants* (que originaram os nossos bônus de subscrição) e *stock options* (que originaram nossas opções de compra de ações), o instituto somente foi introduzido no ordenamento jurídico societário brasileiro por força da Lei nº 4.728, de 1965.[326] O dispositivo fazia menção à expressão "opções de subscrição de ações".[327]

Atualmente, as opções de compra de ações encontram-se disciplinadas no art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976. Segundo o referido dispositivo, as companhias que adotarem o regime do capital autorizado poderão, desde que haja previsão no estatuto social, outorgar a seus administradores, empregados e pessoas naturais que prestem

---

aumentaram em 2011, segundo análise da consultoria Mercer. Ações restritas, opções de ações e prêmios por desempenho - em dinheiro ou participação - representavam 59% da remuneração total em 2010. Já em 2011, somavam 62% dos pacotes", cf. "Incentivos de longo prazo a CEOs ganham força nos EUA", Jornal Valor Econômico de 31.08.2012.

[325] V. nota 27 supra.

[326] Cf. A. LAMY FILHO, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, in *Temas de S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, p. 377.

[327] "Art. 48. Nas condições previstas no estatuto, ou aprovadas pela assembleia geral, a sociedade poderá assegurar opções para a subscrição futura de ações do capital autorizado".

serviços à companhia opções de compra de ações, nos moldes de plano de opção de compra de ações aprovado pela assembleia geral de acionistas.[328]

O referido dispositivo é bastante sucinto ao tratar das opções de compra. De um lado, não prevê especificidades sobre os planos a serem aprovados, os prazos de carência a serem observados, e demais detalhes concretos do funcionamento prático. De outro, não restringe a liberdade das companhias, que têm flexibilidade para elaborar e implementar os planos de opção de compra que lhes pareçam adequados.

Ademais, nos termos do art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, não haverá direito de preferência na outorga e no exercício de opção de compra de ações.[329]

A disciplina da opção de compra de ações é complementada ainda pela Instrução CVM nº 323, de 2000. Nos termos da referida Instrução, configura exercício abusivo do poder de controle a instituição de plano de opção de compra de ações deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e de sua venda.[330]

Por meio da opção de compra de ações a companhia concede ao administrador, em caráter oneroso ou gratuito, a possibilidade de subscrever ou comprar, conforme o caso, ações de sua emissão. Exercendo a opção, mediante o pagamento do respectivo preço de exercício e observadas as demais condições do plano aprovado pela assembleia geral, o administrador torna-se acionista da companhia, passando a integrar o quadro social e

---

[328] "Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. (...)

§ 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.

[329] "Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.(...)

§ 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência."

[330] "Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM: (...)

XII – a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários;"

compartilhar o risco de variação do preço das ações. Durante o período em que possuírem as ações, os administradores exercerão todos os direitos e estarão sujeitos a todas obrigações típicas dos acionistas.[331]

Dessa forma, a opção de compra de ações tem uma faceta dupla. Ao garantir a possibilidade de seus beneficiários integrarem a sociedade sendo titulares de ações de sua emissão, permite, de um lado, que os administradores da companhia participem dos frutos gerados a partir do desempenho de suas funções, e, de outro, faz com que os administradores corram o risco da companhia, alinhando seus interesses com os dos acionistas.

A outorga de opções de compra aos administradores pode funcionar como um estímulo virtuoso à retenção de profissionais e à sua performance. O mecanismo possibilita que, por meio do exercício da opção, os administradores participem da valorização que seu próprio trabalho e do desempenho proporcionaram. Visa-se, portanto, ao interesse maior da companhia de obtenção de dedicação, engajamento e eficiência de seus administradores, além de incentivar a sua permanência e atrair novos talentos.[332]

A opção de compra é, portanto, um mecanismo que visa a resguardar o interesse da companhia e dos acionistas por meio da vinculação entre a remuneração e a maximização do valor das ações.

A doutrina comumente classifica a opção de compra de ações como uma obrigação *ex uno latere*. De acordo com essa conceituação, somente uma das partes, a sociedade,

---

[331] Cf. parecer CVM/SJU-37/84 emitido pela então Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários.

[332] Cf. A. LAMY FILHO, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, cit. (nota 326 supra), p. 378; e M. A. EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*, cit. (nota 147 supra), p. 644. Em vista dessas características, as opções de compra integram, portanto, o conjunto de mecanismos que J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN denominam de *reward strategies*, conforme mencionado na seção 2.3, acima. Os administradores são recompensados por realizarem importantes evoluções na defesa dos interesses da companhia e dos acionistas, mediante a valorização das ações. A esse respeito, os referidos autores destacam que "[t]he reward mechanism that is less commonly focus of corporate law is the pay-for-performance regime, in which an agent, although not sharing in his principal's return, is nonetheless paid for successfully advancing her interests. Even though no jurisdiction imposes such a scheme on shareholders, legal rules often facilitate or discourage high-powered incentives of this sort. American law, for example, has long embraced incentive compensation devices such as stock option plans, while more skeptical jurisdictions continue to limit them", cf. *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 43.

tem a obrigação de vender ou permitir a subscrição das ações. O outorgado tem simplesmente a faculdade, e não a obrigação, de exercer a opção, comprando ou subscrevendo ações de emissão da companhia. Diz-se, assim, que por intermédio da concessão da opção de compra de ações, a companhia aloja-se em uma posição de sujeição em relação ao beneficiário da opção, conferindo-se ao outorgado um direito ou um poder potestativo aquisitivo.[333]

Esse caráter unilateral da opção de compra de ações pode, todavia, ficar relativizado em determinadas situações. O administrador ligado ao acionista controlador também terá obrigações a cumprir perante a sociedade por força do regime de responsabilidade do acionista controlador por abuso do poder de controle, estabelecido pela Lei nº 6.404, de 1976 e pela Instrução CVM nº 323, de 2000. O administrador tem, por exemplo, a obrigação de orientar a companhia a não deixar a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados.

A outorga das opções de compra de ações pode ser onerosa ou gratuita. Mas seu exercício somente se viabiliza mediante pagamento do respectivo preço de exercício pelo administrador ou empregado da companhia. A gratuidade só se verifica, portanto, no momento da outorga, pois no momento do exercício o outorgado deverá pagar o preço previamente ajustado para compra ou de subscrição das ações, conforme o caso.

A despeito de serem normalmente gratuitas, as opções de compra de ações representam uma vantagem econômica eventual, na medida em que se não houver variação nas cotações das ações de emissão da companhia no intervalo compreendido entre a data da outorga e a data do exercício, nada será devido em compensação aos titulares das opções.

5.2. Funcionamento das opções de compra de ações

[333] Cf. F. K. COMPARATO, *O direito de subscrição em aumento de capital, no fideicomisso acionário*, in *RDM*, nº 40, out/dez 1980, p. 66; J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984, p. 129. De acordo com este último autor, em decorrência dessa natureza da opção, a eventual inexistência de ações disponíveis a serem subscritas ou compradas pelos administradores beneficiários da opção de compra, poderia gerar uma hipótese de execução específica do plano de opção de compra de ações.

5.2.1. Requisitos para implementação. Art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976

O art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, estabelece alguns requisitos para a implementação, pela companhia, do plano de opção de compra de ações. O primeiro deles é a necessidade de deliberação da assembleia geral de acionistas que aprove o plano de opção de compra de ações.

A necessidade de aprovação pela assembleia justifica-se por, pelo menos, duas razões. Em primeiro lugar, nos termos do art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, a outorga e o exercício das opções de compra são uma exceção ao direito de preferência. O legislador exigiu aprovação da assembleia para excepcionar o direito essencial do acionista de evitar sua diluição. Em segundo lugar, a outorga da opção de compra constitui disposição do patrimônio social em favor dos outorgados da opção. Por isso, o legislador exigiu anuência da assembleia geral.[334]

Na deliberação que aprovar o plano de opção, deverão ser definidos o número e a espécie de ações que os beneficiários das opções poderão subscrever ou comprar. A assembleia que aprovar o plano deverá determinar ainda aspectos objetivos que permitam definir quem serão os beneficiários do plano, como tempo de serviço, remuneração auferida, entre outros.

Como há a necessidade de assembleia geral para a aprovação do plano e como se pretende que o plano tenha uma certa perenidade, é padrão formalizar um plano com determinados conceitos e diretrizes genéricas concedendo discricionariedade ao órgão encarregado de aplicá-lo.

Usualmente a administração do plano é delegada ao Conselho de Administração, que, por sua vez, comumente constitui um comitê de remuneração para realizar a administração do referido plano. Em determinados casos, o conselho de administração e o próprio comitê têm poderes para alterar determinadas previsões do plano sem alterar a sua

[334] Cf. M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, in *Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 468/469.

essência, que, conforme já mencionado no capítulo 3 acima, só pode ser tocada pela assembleia geral de acionistas.

O segundo requisito estabelecido pelo art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, para que a companhia implemente um plano de opção de compra de ações é a adoção do regime de capital autorizado. O regime de capital autorizado é exigido a fim de que possa haver aumento do capital social independentemente de alteração estatutária. Ademais, o requisito de adoção do regime de capital autorizado é condizente com a exclusão do direito de preferência prevista no art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976.[335]

Ao exigir o regime de capital autorizado, a Lei nº 6.404, de 1976, parece partir, portanto, da premissa de que o plano de opção de compra de ações será implementado por intermédio de aumento de capital e que os administradores ou empregados da companhia realizarão a subscrição das novas ações emitidas.

De outro lado, conclusão diversa poderia ser atingida a partir da constatação de que a Lei nº 6.404, de 1976, substituiu a expressão "opção de subscrição" por "opção de compra", de modo que teria pretendido que o beneficiário da opção concluísse um contrato de compra e venda de ações com a companhia.[336]

Como se verá de maneira mais detalhada adiante, o plano de opção de compra de ações poderá tanto prever a subscrição de novas ações pelos outorgados das opções, como prever a compra de ações mediante negociação privada de ações mantidas pela companhia em tesouraria, nos termos da Instrução CVM nº 10, de 1980.

5.2.2. Formas pelas quais a companhia compõe o conjunto de ações a serem atribuídas aos administradores: aumento de capital ou recompra de ações

O plano de opção de compra de ações a ser aprovado pela assembleia geral poderá ser implementado pela companhia por, pelo menos, duas maneiras: (i) por aumento de

[335] Como salienta J. A. T. GUERREIRO: "[f]ora do regime de capital autorizado, inexiste a exclusão do direito de preferência em nosso direito (...)" cf. *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 116.

[336] Cf. M. L. A. CINTRA, Maria Lúcia de Araújo, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1980, pp. 69 e ss.

capital com emissão de novas ações a serem subscritas pelos outorgados das opções; e (ii) por recompra pela companhia de ações de sua própria emissão, nos termos do art. 30, da Lei nº 6.404, de 1976, e da Instrução CVM nº 10, de 1980, a serem posteriormente adquiridas pelos outorgados das opções.

Na primeira hipótese, a companhia chamará um aumento de capital, com o objetivo de emitir novas ações que serão objeto das opções de compra outorgadas aos administradores, sem direito de preferência aos acionistas não outorgados, nos moldes do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976.

Na segunda hipótese, para evitar a operação de aumento de capital e a consequente emissão de novas ações, que em determinados casos pode ser excessivamente custosa,[337] a companhia geralmente realiza a venda aos administradores das ações de sua própria emissão mantidas em tesouraria. Caso não haja ações em tesouraria, a companhia realiza uma recompra de ações em mercado, para manutenção em tesouraria, nos termos do art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, e da Instrução CVM nº 10, de 1980.

Essas ações adquiridas em mercado serão mantidas em tesouraria e constituirão o objeto das opções de compra outorgadas aos administradores, por meio de negociação privada de ações de emissão da própria companhia.

A companhia não precisará de autorização da CVM para realizar a negociação privada das ações com os administradores. A Instrução CVM nº 390, de 2003, ressalvou expressamente as operações decorrentes de implementação de planos de opção de compra da vedação de realização de operações privadas prevista no art. 9º da Instrução CVM nº 10, de 1980.[338] Assim vem reiteradamente decidindo o Colegiado da CVM.[339] Essa alienação

[337] Cf., por exemplo, a justificativa apresentada por Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. no pedido de autorização para negociação privada de ações de própria emissão objeto do Processo CVM nº RJ2004-7408, j. 25.01.2005.

[338] "Art. 3º A companhia que se utilizar da faculdade prevista no art. 2º deverá observar o seguinte: (...) II – as operações com opções previstas nesta Instrução deverão ser efetuadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia, sendo vedadas as operações privadas, ressalvadas aquelas referentes a plano de opções de compra de ações, de que trata o § 3º do art. 168 da Lei nº 6.404/76". Cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 167.

de ações em tesouraria em decorrência do exercício de opções pode ainda ocorrer antes da divulgação de fato relevante, nos termos do art. 13, §6º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.[340]

5.2.3. Exclusão do direito de preferência: art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976

Nos termos do art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, não haverá direito de preferência na outorga e no exercício de opção de compra de ações. Trata-se de um dos únicos pontos em que a Lei nº 6.404, de 1976, admite a diluição do acionista, fazendo-o por meio de uma decisão tomada por maioria em assembleia geral de acionistas.

É verdade que há a possibilidade de que a implementação de planos de opção de compra caracterize diluição injustificada dos acionistas. Preocupando-se com situações como essa, o regulador editou o art. 1º, XII, da Instrução CVM nº 323, de 2000, caracterizando como exercício abusivo do poder de controle a constituição de planos de opção de compra que deixem a exclusivo critério dos beneficiários o momento do exercício das opções ou da venda das ações, sem comprometimento com o desempenho.

No entanto, sempre houve uma séria dificuldade de *enforcement* das regras relativas ao exercício abusivo do poder de controle. Nesse sentido, a previsão autorizativa da norma que excepciona o direito de preferência poderia justificar, em casos extremos, uma diluição

---

[339] Cf. o Processo CVM nº RJ2004-7408, j. 25.01.2005 (Unibanco), no qual o Colegiado da CVM entendeu que a Instrução CVM nº 390/03 ressalvou da vedação constante da Instrução CVM nº 10/80, as operações privadas com ações em tesouraria, quando decorrentes dos planos de que trata o art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976. O Colegiado entendeu ainda que o art. 13, § 6º, da Instrução CVM nº 358/02, já contempla a possibilidade de aquisição de ações em tesouraria, através de transações privadas, quando as mesmas decorrerem do exercício de opções de compra outorgadas por força de planos de desempenho gerencial. Em sentido semelhante, confiram-se os Processos CVM RJ2000-5369, j. 16.04.2002 (AmBev), RJ2001-8489, j. 03.01.2002 (São Paulo Alpargatas), RJ2002/2935, j. 10.10.2002 (Santista Têxtil) e RJ2004/5438, j. 28.09.2004 (Natura Cosméticos).

[340] "Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. (...)

§6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral."

totalmente indevida dos acionistas, como, aliás, já ocorreu em casos observados na prática norte americana.[341]

De toda forma, a verdade é que, embora a exceção ao direito de preferência nas opções de compra implique uma diluição dos demais acionistas da companhia, essa diluição corresponderá a uma justa contrapartida devida àqueles que contribuíram para maximizar o patrimônio do próprio acionista supostamente diluído.

O art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, é uma norma excepcional.[342] É o atendimento ao interesse maior da companhia e ao interesse da coletividade de acionistas que justifica a exclusão do direito de preferência na outorga e no exercício das opções de compra.[343]

5.2.4. Prazo de carência (vesting period).

Os planos de opção de compra de ações geralmente preveem um período aquisitivo do direito de exercício, também chamado de período de carência ou período de elegibilidade (*vesting period*). Durante esse período aquisitivo, o outorgado não poderá exercer a opção. O período de carência tem pelo menos três objetivos.

Em primeiro lugar, tal medida objetiva reter o administrador no mínimo enquanto perdurar o período aquisitivo. Os benefícios não estão totalmente disponíveis para os administradores no primeiro momento, isto é, de antemão. Esses benefícios sequer são certos nesse primeiro momento, já que dependem de resultados futuros. Trata-se, assim, de um estímulo para que o administrador permaneça em seu cargo.[344]

---

[341] Cf. M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), p. 18.

[342] Nos termos do já citado Parecer/CVM/SJU/Nº37/84, trata-se de "uma regra jurídica de conteúdo excepcional, eis que a lei societária estabelece, como regra geral, a preferência do acionista, na proporção do número de ações que possuírem, na subscrição de aumento de capital. É igualmente norma restritiva de direitos, uma vez que, em nome de valorações político-sociais, retira-se do acionista um direito essencial como é o de preferência".

[343] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, in *RT*, v. 631, maio de 1988, p. 64; e P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 161.

[344] Cf. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit. (nota 37 supra), p. 44.

Em segundo lugar, a adoção de prazos de carência visa a alinhar os interesses do administrador e dos acionistas numa perspectiva de longo prazo, evitando comportamentos oportunistas e especulativos que poderiam ser observados no curto prazo ou que possam ensejar a manipulação de preço das ações e a utilização de informações privilegiadas.

Por fim, prazos de carência mais longos e rígidos objetivam evitar que os administradores se beneficiem de oscilações do mercado aleatórias ao seu desempenho. Assim, tais prazos têm por finalidade evitar que imediatamente após a concessão do benefício se verifiquem os elementos objetivos que permitam o exercício da opção unicamente em virtude da observância de uma conjuntura favorável do mercado.

Um dos objetivos da instituição de planos de opção de compra de ações é premiar o administrador pelo trabalho por ele realizado. Permitir que o administrador exercesse a opção antes de consumados os resultados de seu trabalho, desvirtuaria sua finalidade e geraria benefícios indevidos ao administrador em prejuízo da companhia.

As companhias devem ajustar suas metas de curto e longo prazo com as estruturas de incentivo que pretendem adotar. Assim, é comum que as companhias estabeleçam nos planos de opção de compra de ações um exercício escalonado das opções, de modo que apenas uma parcela das opções, por exemplo, 25% do total, possam ser exercidas nos primeiros anos, 50% do total nos próximos anos, e assim por diante.

Com essa mesma finalidade, tem sido comum também que as companhias vinculem o exercício da opção a determinados "gatilhos" de performance. Assim, além do prazo de carência, o exercício da opção estaria condicionado a que a ação atingisse determinado preço alvo pré-estabelecido.[345]

Em determinados casos, as companhias tem aplicado ainda prazos de restrição das próprias ações depois do exercício da opção. Durante o prazo de restrição, o administrador não pode vender suas ações, de maneira que há uma tendência maior de alinhamento de interesses no longo prazo. Em outros casos estabelece-se a liberação periódica e escalonada das ações, ano a ano, por exemplo.

[345] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 16.

Ainda em outros casos, as companhias têm adotado uma política que prevê o direito de preferência da própria companhia na aquisição das ações de que os administradores são titulares a um preço pré-estabelecido que reflita apenas um ganho superior ao da inflação. Ao vender prematuramente, o administrador não capturaria a valorização total da ação. Trata-se de um desestímulo à venda imediata das ações a fim de que os interesses dos administradores permaneçam alinhados com o da companhia durante um período de tempo mais alongado.[346]

Também com essa finalidade, algumas companhias americanas preveem o pagamento de dividendos acumulados durante o período de carência ou de restrição.[347]

De toda forma, a vinculação do administrador ao plano de opção e a simultânea impossibilidade de exercício das opções e consecução do seu resultado financeiro estimulam a permanência do administrador na companhia e fazem com que os interesses em jogo convirjam no longo prazo. Assim, o prazo de carência alonga o período pelo qual o administrador está vinculado à companhia e alinha os interesses do administrador ao dos acionistas.

5.2.5. Exercício e preço de exercício das opções

Embora a lei preveja, ainda que de maneira não pormenorizada, os requisitos para a *outorga* da opção de compra de ações, ela simplesmente silencia no que se refere ao seu *exercício* e aos desdobramentos subsequentes. Atualmente os planos têm sido bastante detalhados, procurando suprir a lacuna da lei.

A despeito do silêncio da lei, a doutrina admite exercício parcial da opção de compra, permitindo ao beneficiário que equalize seus investimentos ao longo do período de exercício.[348]

---

[346] Cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), pp. 158 e ss.

[347] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 17.

[348] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 66.

Uma das discussões mais importantes, e onde há maior potencial de abuso, é a fixação do preço de exercício das opções. O preço de exercício deverá ser previamente fixado. Como o grande atrativo das opções é justamente a possibilidade de subscrever ações a um preço pré-determinado, não faria sentido que o preço das ações objeto da opção fosse fixado apenas no momento em que ela é exercida.[349]

No momento do exercício da opção de compra, o outorgado deve pagar preço de exercício da opção, *i.e.*, o preço de emissão das ações a serem subscritas ou o preço de aquisição das ações a serem compradas. É, assim, a partir da variação entre o preço de exercício da opção, previamente estabelecido, e o preço das ações em mercado no momento do efetivo exercício das opções que os outorgados auferirão seus ganhos.

O plano de opção de compra de ações aprovado pela assembleia deverá prever um preço de exercício que reflita o preço de mercado das ações no momento da outorga da opção de compra. Por essa razão, é muito comumente utilizada para a fixação do preço de exercício a cotação média das ações nos últimos pregões que antecederem a outorga da opção, nos termos do art. 170, da Lei nº 6.404, de 1976.[350]

Pode, no entanto, haver variações de acordo com as peculiaridades de cada plano. De um lado, admite-se a aplicação de um deságio em benefício do outorgado, desde que o preço com deságio conserve compatibilidade com o preço de mercado. O próprio art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976, prevê que a fixação do preço de emissão pode ser realizada mediante a adoção do parâmetro de cotação de mercado das ações, aplicando-se um deságio a tal valor.[351] Esse deságio tem como finalidade tornar o preço de exercício mais

---

[349] Cf. EIZIRIK, Nelson, *Bônus de Subscrição. Cláusula de ajustamento do preço de exercício. Aplicação em decorrência de aumento de capital efetuado para atender a plano de opção de compra de ações*, in *Temas de Direito Societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, p. 455.

[350] Segundo M. CARVALHOSA, devem ser considerados os últimos 90 pregões, cf. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, cit. (nota 83 supra), p. 519. Vale notar que, de acordo com estudo empírico conduzido por K. J. MURPHY, 95% das companhias que integraram sua expressiva base de dados equiparavam o preço de exercício ao preço de mercado da ação na data da outorga da opção, cf. *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 17.

[351] Cf. N. EIZIRIK, *Bônus de Subscrição. Cláusula de ajustamento do preço de exercício. Aplicação em decorrência de aumento de capital efetuado para atender a plano de opção de compra de ações*, cit. (nota 349 supra), p. 456.

atraente para os administradores em casos de estabelecimento de metas agressivas, por exemplo.[352]

De outro lado, admite-se ainda que a companhia adote um preço de exercício superior ao preço de mercado das ações. Nessa hipótese, o exercício da opção demora mais a se tornar atraente aos administradores. Essa estratégia também parece adequada à obtenção de alinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas no longo prazo.[353]

Qualquer que seja o critério adotado, o preço de exercício deverá ser previamente fixado. Assim, na medida em que já está pré-estabelecido o preço que o administrador irá desembolsar para subscrever ou comprar as ações, uma vez valorizada a cotação de tais ações, permite-se que o administrador participe de dita valorização.[354]

Quanto maior a variação positiva do preço da ação entre o momento da outorga da opção de compra e o momento de seu exercício com efetiva subscrição ou aquisição das ações, maior a vantagem auferida pelo administrador e, portanto, maiores os estímulos injetados para que a administração desempenhe suas atividades de maneira eficiente. Maior, por fim, o alinhamento de interesses entre a administração da companhia e os acionistas.[355]

---

[352] Vale notar que há posicionamento não admitindo o deságio: "[a]lém disso, o preço de aquisição das ações não poderá ser inferior ao preço de mercado, no momento em que são outorgadas as opções." Cf. M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), p. 29.

[353] Cumpre transcrever: "[p]oderá, entretanto, [o preço] ser fixado acima de seu valor de mercado, o que fará com que o beneficiário não exercite o direito imediatamente, mas deverá esperar até que o preço de mercado supere o preço fixado na opção. É exatamente no preço de aquisição das ações que reside o interesse do título", cf. M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), p. 29.

[354] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 64.

[355] A esse respeito, vale transcrever elucidativo trecho do voto do então Diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ2001-8489, j. 03.01.2002 (São Paulo Alpargatas): "[o] comprometimento dos beneficiários com o resultado da companhia, que é da essência dos *stock options plans*, e está mesmo na sua gênese, decorre exatamente do fato dos beneficiários receberem ações de emissão da companhia, cujo preço de aquisição é fixado com base em cotações de bolsa em período muito anterior ao momento do exercício da opção — no caso concreto, a primeira tranche de ações (20% do Plano) pode ser adquirida apenas a partir do 24° mês de vigência do Plano. Portanto, aos beneficiários a opção será tanto mais vantajosa quanto maior a diferença entre o preço de seu exercício e o de mercado das ações, no momento do mesmo exercício. Dessa correlação necessária é que se extrai a presunção de comprometimento dos beneficiários com o desempenho e o aumento do valor da companhia, o qual também se supõe venha a estar refletido na cotação das ações no momento do exercício da opção, e mesmo depois dele".

De qualquer maneira, a adoção do parâmetro para fixação do preço deverá ser fundamentada. A fixação arbitrária do preço de exercício, em vinculação do art. 170, da Lei nº 6.404, de 1976, e sem justificativas, poderá ocasionar benefício indevido ao titular da opção, ensejando o exercício abusivo do poder de controle, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976. O plano aprovado não pode refletir mera liberalidade da companhia, sob pena de configurar ato abusivo, nos termos do art. 1º, XII, da Instrução CVM nº 323, de 2000.

O plano de opção de compra de ações aprovado pela assembleia deverá ainda observar a equidade e deverá ser favorável à companhia, sob pena de responsabilização do acionista controlador por abuso de poder de controle nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976, e do art. 1º, XII, da Instrução CVM nº 323, de 2000, bem como abuso no exercício do direito de voto, nos termos do art. 115 da Lei nº 6.404 de 1976.

A responsabilização do acionista controlador poderia justificar-se, por exemplo, se o plano aprovado previsse a emissão de número despropositado de ações ou ainda se o plano previsse um preço de exercício que já no momento de sua aprovação fosse injustificadamente inferior ao valor de mercado das ações.[356]

A adoção de prazos de carência muito curtos também poderia configurar abuso de poder de controle, nos termos da Instrução CVM nº 323, de 2000. Tais prazos permitiriam a administradores ligados ao controlador um comportamento especulativo diante de variações do preço das ações, deixando a seu exclusivo critério e conveniência o momento de exercício das opções outorgadas independentemente do desempenho da companhia.[357]

A outorga e o exercício de opção de compra de ações não elidem a possibilidade de o outorgado da opção incorrer no ilícito de *insider trading*. A utilização de informação

[356] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 65.

[357] Cf. voto do Diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ2001-8489, j. 03.01.2002 (São Paulo Alpargatas): "[l]ogo, o que se deve evitar é a criação de planos de opções que assegurem a seus beneficiários a obtenção de uma remuneração pura e simples e a certeza do recebimento das ações como forma de remuneração fixa, independentemente do desempenho da companhia, não obstante a possibilidade de se utilizar ações de emissão da companhia como forma de pagamento de bônus aos administradores. Dizendo-o de outro modo: para que se possa afirmar, como quer a Instrução CVM nº 323/00, que falta o comprometimento do beneficiário do Plano, é preciso que neste se encontre alguma disposição que elida o risco dos beneficiários, através da manipulação ou fixação favorecida do preço do exercício das opções ou do preço de negociação das ações, depois do exercício das opções."

privilegiada poderá ocorrer tanto na outorga das opções quanto no seu exercício e subsequente negociação das ações.[358]

Portanto, caso o administrador oriente a companhia a outorgar ou exerça a opção de que é titular, adquirindo ações com base em informações ainda não disponíveis ao mercado, poderá restar configurada a utilização de informação privilegiada.

Uma possível solução para evitar a ocorrência de *insider trading* seria a inserção no plano de políticas de negociação de ações oriundas de opções, mediante a adoção de "*trading windows*" e "*blackout periods*", como ocorre em algumas companhias norte americanas. De fato, como destaca a doutrina americana "[b]ecause a firm can be held liable if it fails to take reasonable steps to prevent insider trading by its employees, a number of firms have adopted 'trading windows' and 'blackout periods' to restrict the times during the year that a manager can sell or buy shares".[359]

O plano aprovado deverá prever ainda o procedimento a ser adotado em caso de desligamento, por vontade própria ou por iniciativa da companhia, do administrador antes do exercício da opção pelo titular. Um procedimento detalhado a esse respeito pode evitar que haja confusão entre o benefício oriundo da opção de compra de ações e as vantagens econômicas provenientes do contrato de trabalho eventualmente existente. Os efeitos do desligamento do administrador sobre seus direitos previstos no plano de remuneração baseado em ações deverão constar do item 13.4.n do Formulário de Referência.

Parte da doutrina sustenta que o ideal seria prever a impossibilidade de exercício da opção de compra de ações em caso de desligamento do administrador, o que evitaria confusões desse tipo.[360] Nada impede, porém, que o plano preveja que o administrador pode exercer a opção mesmo após o desligamento. Essa solução seria compatível com o fato de que o administrador trabalha durante anos em favor da companhia, recebe de forma diferida, não tem controle sobre os resultados. Normalmente, quando a dispensa ocorre

[358] A esse respeito, vale transcrever o seguinte trecho: "[a] prática do insider trading poderá ocorrer em dois momentos: em primeiro lugar, na outorga e na negociação das próprias ações e, em segundo lugar, no exercício da opção, na aquisição e negociação das ações", cf. M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), p. 37.

[359] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an Agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 17.

[360] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 66.

sem justa causa (destituição ou renúncia) as opções são mantidas, tudo nos termos do plano aprovado pela assembleia; quando ocorre dispensa por justa causa, as opções são canceladas.[361]

Esse último procedimento, aliás, é compatível com as já mencionadas recomendações e princípios estabelecidos por M. C. JENSEN e K. J. MURPHY que devem reger a remuneração dos administradores, no sentido de que "[r]-3. Employment contracts for CEOs and top managers should be discouraged and when they do exist they should not provide for compensation when a manager is terminated for incompetence or cause".[362]

Essa recomendação torna-se particularmente importante diante da prática, comum no mercado americano, de que as opções tornem-se automática e imediatamente *vested*, isto é, exercíveis, em caso de cessação do exercício do cargo.[363]

Após o exercício da opção pelo outorgado, ele poderá manter a titularidade das ações tornando-se acionista da companhia, ou alienar as ações adquiridas ou subscritas, imediata ou posteriormente, observada sua conveniência.

Há relatos na literatura teórica de que a própria companhia pode proporcionar auxílio ao administrador no momento da venda imediata das ações, assim que vencido o período de carência.[364] Com essa mesma finalidade, nos Estados Unidos há sociedades que proporcionam aos empregados e administradores o chamado "*exercise and sell mechanism*", que consiste em facilidades proporcionadas pela companhia para que o administrador aliene as ações após o exercício das opções.[365]

---

[361] Cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 162.

[362] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 29.

[363] Cf. F. A. GEVURTZ, *Disney in a comparative light*, cit. (nota 31 supra).

[364] Cf. M. A. V. CATÃO, *Tributação de* Stock Options, in *Revista Dialética de Direito Tributário*, nº 127, abril 2006, p. 63.

[365] Cf. J. E. TAVARARES BORBA, *Opção de compra de ações*, in *Temas de Direito Comercial*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, p. 85.

Vale ressalvar, entretanto, que a companhia deve cercar esses procedimentos de cautela a fim de que não se comprometam os incentivos que a opção de compra de ações visa a gerar aos administradores ao submetê-los ao risco de variação do valor e da liquidez das ações.

5.3. A questão terminológica: "opção de compra de ações" vs. "opção de subscrição de ações"

Por força da Lei nº 6.404, de 1976, ocorreu a substituição da palavra "subscrição", anteriormente utilizada pelo art. 48 da Lei nº 4.728, de 1965, pela palavra "compra", conforme mencionado acima.

Diante dessa substituição, parte da doutrina identifica certa problemática na terminologia endereçada pela Lei nº 6.404, de 1976 na utilização da expressão "opção de *compra* de ações". Essa problemática teria como fundamento o fato de que no momento do exercício da opção de compra o seu titular não necessariamente compraria ações de emissão da companhia outorgante, mas poderia subscrever novas ações emitidas em aumento de capital.[366]

A verdade é que nenhuma das expressões contempla o instituto em sua totalidade. De um lado, a referência a opção de subscrição poderia levar a entender que se trata apenas de subscrição de novas ações emitidas em aumento de capital. De outro lado, a referência a opção de compra, poderia fazer crer que se trata apenas de compra pelos administradores de ações mantidas em tesouraria.

O artigo deve ser interpretado de forma a contemplar as duas possibilidades, uma vez que "[a] disciplina legal enseja que se considere como alternativas e não como

[366] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Sobre a opção de compra de ações*, in *RDM*, nº 39, 1980, pp. 226/229; J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), pp. 117; P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 63; R. CRISTIANO, *Órgãos da sociedade anônima*, cit. (nota 70 supra), p. 138; e M. B. LOPES, *S.A.: Títulos e Contratos Novos*, São Paulo, RT, 1978, p. 87.

excludentes recíprocas a opção para compra de ações recolhidas à tesouraria e a opção para subscrição de ações".[367]

A questão parece-nos, dessa forma, superada, especialmente porque o órgão Colegiado da CVM já consolidou entendimento no sentido de que é possível, observadas as circunstâncias do caso concreto e os ditames do art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, e das Instruções CVM nº 10, de 1980, e 390, de 2000, que a companhia realize a negociação privada de ações de sua própria emissão mantidas em tesouraria para implementação de plano de opção de compra de ações outorgado a seus administradores. Neste caso, observa-se efetiva compra de ações pelos administradores e não subscrição. As duas alternativas são, portanto, viáveis.[368]

5.4. Diferenças entre opção de compra de ações e bônus de subscrição

Assim como a opção de compra de ações, o bônus de subscrição, previsto no art. 75 da Lei nº 6.404, de 1976,[369] cuja origem deriva dos *stock purchase warrants* americanos, também assegura aos seus titulares o direito de, no futuro, subscrever ações da companhia emitente, tornando-se acionistas da companhia.

No entanto, há diferenças fundamentais entre esses dois institutos que vão desde a criação até a própria natureza de cada um deles. A exposição das distinções entre os dois institutos atende a uma finalidade prática intrínseca à realidade societária e permite a conclusão de que os "bônus de subscrição e opções de compra são institutos juridicamente distintos, que atendem a objetivos diversos, utilizados com intenções diferentes".[370]

---

[367] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Sobre a opção de compra de ações*, cit. (nota 366 supra), p. 228; J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 118; P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 64; e P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 160.

[368] Cf. Processos CVM nº RJ2004-7408, j. 25.01.2005 (Unibanco), RJ2000-5369, j. 16.04.2002 (AmBev), RJ2001-8489, j. 03.01.2002 (São Paulo Alpargatas), RJ2002/2935, j. 10.10.2002 (Santista Têxtil) e RJ2004/5438, j. 28.09.2004 (Natura Cosméticos).

[369] "Art. 75. A companhia poderá emitir, dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto (artigo 168), títulos negociáveis denominados "Bônus de Subscrição"."

[370] Cf. A. LAMY FILHO, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, cit. (nota 326 supra), p. 380.

Em primeiro lugar, o art. 75 da Lei nº 6.404, de 1976 prevê a *emissão* de bônus de subscrição, ao passo que o art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976 prevê a *outorga* de opção de compra de ações. Essa diferença entre os institutos também é fundamental para definir se as opções podem ser cedidas ou se são outorgadas em caráter *intuitu personae*, do que se tratará adiante.[371]

Ademais, nos termos do art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, para a outorga de opção de compra de ações é imprescindível a existência de previsão no estatuto social a esse respeito. De outro lado, segundo o disposto no o art. 75 da Lei nº 6.404, de 1976, a emissão de bônus de subscrição pode ser realizada independentemente de previsão estatuária[372].

A finalidade precípua do bônus de subscrição é possibilitar o aumento de recursos disponíveis para a companhia, oferecendo promessas de aumento de capital ao público investidor ou a um investidor específico, que aportará recursos e passará a integrar o quadro social. Diferentemente, a opção de compra não revela a preocupação com a captação de recursos, mas constitui um dos focos de preocupação da Lei nº 6.404, de 1976, com o incentivo ao trabalho dos administradores, por meio da vinculação de sua remuneração à performance. Portanto, enquanto o bônus de subscrição se volta para o universo externo à companhia, a opção de compra de ações se volta para o universo interno.[373]

Além disso, o bônus de subscrição encontra-se corporificado em um título de crédito, sendo, portanto, passível de endosso.[374] A opção de compra de ações, por sua vez, não está atrelada a um título de crédito e tem um caráter pessoal muito mais arraigado. Por essas razões, há controvérsias a respeito da possibilidade de a opção de compra ser cedida, como se verá mais adiante, na seção 5.5 abaixo.

---

[371] Cf. A. LAMY FILHO, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, cit. (nota 326 supra), pp. 375/380.

[372] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 119.

[373] Cf. J. E. TAVARES BORBA, *Opção de compra de ações*, cit. (nota 365 supra), p. 90.

[374] Para um aprofundamento da natureza de título de crédito do bônus de subscrição cf. M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), e N. EIZIRIK, *Bônus de Subscrição. Cláusula de ajustamento do preço de exercício. Aplicação em decorrência de aumento de capital efetuado para atender a plano de opção de compra de ações*, cit. (nota 349 supra), pp. 459/463.

É comum que as opções de compra de ações tenham caráter gratuito, de modo que no momento de sua outorga, não é exigida contrapartida dos administradores e empregados beneficiários. Muitas vezes, a opções são outorgadas mediante o pagamento de preço simbólico. Parte da doutrina sustenta que os bônus de subscrição, diferentemente, são em geral emitidos em caráter oneroso, estando os titulares do bônus obrigados a pagar o respectivo preço de emissão.[375] Essa distinção pode, no entanto, vir a ser mitigada na prática, já que é comum a adoção, também para o bônus de subscrição, de preços de emissão simbólicos.

Uma das principais diferenças entre esses dois institutos diz respeito ao direito de preferência. Quando emite um bônus de subscrição, a companhia está obrigada a conferir aos demais acionistas direito de preferência para aquisição do mesmo bônus, nos moldes do art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, a fim de evitar que os antigos acionistas sejam diluídos por força da subscrição a ser realizada pelo titular do bônus.[376] A exclusão desse direito, embora seja comumente observada na prática, sobretudo em cláusulas de acordos de acionistas, é excepcional[377] e somente pode ocorrer nos termos do art. 172 da Lei nº 6.404, de 1976.[378]

Diferentemente, a outorga de opções de compra de ações é expressamente mencionada pelo art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, como uma das exceções ao direito de preferência, não havendo sequer necessidade de prever tal exclusão no estatuto social.[379]

---

[375] Cf. P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 63.

[376] Cf. A. LAMY FILHO, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, cit. (nota 326 supra), p. 377.

[377] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 117.

[378] "Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4o do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:

I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou

II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263."

[379] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 119.

5.5. Cessibilidade vs. caráter *intuitu personae* das opções.

A opção de compra de ações possui uma relação muito grande com as características pessoais do beneficiário. É o comportamento e a atividade daquele administrador específico que se pretende incentivar e premiar em razão da maximização do patrimônio da companhia e dos acionistas obtida por seu desempenho. A própria natureza da opção de compra de ações a aproxima da natureza pessoal, afastando-a, portanto, da propensão a circular que caracteriza os títulos de crédito e valores mobiliários.

Como visto no item 5, acima, a opção de compra de ações não tem a mesma vocação de mercado atribuída ao bônus de subscrição. O que especializa a opção de compra de ações é a intenção da companhia de manter relações acionárias especificamente com determinados administradores.[380] Não se trata de título autônomo destinado à circulação, mas sim de obrigação assumida pela companhia perante determinadas pessoas, em virtude de suas características específicas.[381] Não há, portanto, por parte da companhia, ao menos a princípio, interesse em iniciar relações acionárias com o universo *externa corporis*.

Por essas razões, parte da doutrina considera que a outorga da opção de compra ao administrador ocorreria em caráter *intuitu personae*. Segundo os partidários dessa tese, a opção é outorgada de forma pessoal, sendo o direito dela proveniente personalíssimo, de modo que ela somente poderia ser exercida por quem a recebeu, não se admitindo o exercício por terceiros em qualquer hipótese. O fato de as opções só poderem ser outorgadas a pessoas naturais, nos termos do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976 reforçaria esse argumento.[382]

---

[380] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 122.

[381] Cf. M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, cit. (nota 334 supra), p. 467.

[382] Vale transcrever: "[c]omo a opção não se incorpora automaticamente ao patrimônio do beneficiário, o que somente ocorre após seu efetivo exercício, a sua transmissão a terceiros não ocorre nem a título de sucessão" cf. M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, cit. (nota 334 supra), p. 471. No mesmo sentido "[a] própria identificação dos beneficiários (ou titulares) da opção, nos termos do § 3º, do art. 168, dá bem a medida do fundamento do instituto [oclusão do direito de preferência]. Por essa razão, opinamos no sentido de que se trata, no caso, de concessão *intuitu personae*, intransferível a terceiros, pelo menos temporariamente, devendo-se evitar, de qualquer forma, que a opção se transforme em direito livremente circulável e cessível sem limitação ou restrição", cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), p. 123. Ainda no mesmo sentido, cf. CRISTIANO, Romano, *Características e Títulos da Sociedade Anônima*, São Paulo, RT, 1981, p. 139; E. L. TEIXEIRA, J. A. T.

Ainda segundo os autores que seguem essa corrente, a regra constante do art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, que cuida da exclusão do direito de preferência na outorga de opções de compra de ações, seria uma regra excepcional. Em razão de sua excepcionalidade, tal regra não admitiria interpretações extensivas. Assim, a exclusão do direito de preferência apenas poderia ocorrer em relação à outorga de opções em favor daquele determinado administrador ou empregado e não em favor de quaisquer terceiros cessionários da opção. Esse aspecto reforçaria o caráter *intuitu personae* das opções de compra outorgadas a administradores e empregados da companhia.[383]

À luz dessa posição doutrinária, é comum inclusive que os planos de opção de compra de ações vedem a cessão a terceiros do direito de subscrição das ações consubstanciado na opção de compra.

Em que pese a natureza pessoal da outorga da opção de compra de ações, a vedação absoluta da cessão no específico caso de sucessão *causa mortis* parece não fazer sentido por pelo menos duas razões. Em primeiro lugar, a Lei nº 6.404, de 1976, não veda expressamente a cessão das opções de compra nessa hipótese. Em segundo lugar, não parece justo e compatível com a natureza retributiva do instituto, que depois de anos de trabalho devotados por um administrador a uma companhia, os seus sucessores não possam herdar os benefícios a que o administrador faria jus.[384]

GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, cit. (nota 114 supra), e J. W. LUCENA, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, cit. (nota 83 supra), p. 801.

[383] Cf. M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, cit. (nota 334 supra), p. 468.

[384] Segundo P. C. Aragão, ficaria "[r]essalvado o exercício das opções, eventualmente, pelo cônjuge e pelos herdeiros, em caso de falecimento do beneficiário", cf. *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), p. 66. No mesmo sentido cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 162; J. E. TAVARES BORBA, *Opção de compra de ações*, cit. (nota 365 supra), p. 89, e A. LAMY FILHO, J. L. BULHÕES PEDREIRA, coord., *Direito das Companhias*, cit. (nota 265 supra), p. 1394. Em sentido contrário: "[a]s opções não são transmissíveis aos herdeiros de seu titular, pois, como uma mera expectativa de direito, ainda não aderiram por completo ao patrimônio do *de cujus*", cf. M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, cit. (nota 334 supra), p. 471. A título elucidativo vale destacar que para alguns autores não haveria óbices a qualquer tipo de cessão e, para que os administradores fosse impedidos de ceder as opções que lhes foram outorgadas, bastaria a companhia outorgar a opção impondo condição de intransferibilidade, cf. LOPES, Mauro Brandão, *S.A.: Títulos e Contratos Novos*, op.cit., p. 87 e CINTRA, M. L. A. CINTRA, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, cit. (nota 336 supra), p. 64, CATÃO, Marcos André Vinhas, *Tributação de* Stock Options, cit. (nota 364 supra), p. 58.

À parte toda a controvérsia que circunda a cessibilidade da opção de compra de ações, na prática a questão tem sido facilmente solucionada pelas companhias por via contratual, mediante a inserção de cláusula no plano de opção de compra de ações estabelecendo as hipóteses em que há vedação ou autorização para a cessão das opções outorgadas. Caso haja restrições à transferência das ações, tais informações deverão constar do item 13.4.f do Formulário de Referência.

5.6. Planos de ações restritas (*restricted stock/shares*).

Uma mudança expressiva foi observada nos planos de remuneração das companhias norte-americanas no início dos anos 2000, com o aumento da remuneração baseada em ações restritas, ao invés de opções de compra.[385]

Os modelos tradicionais de opção de compra de ações outorgadas aos administradores têm recebido críticas de parte da doutrina. Segundo os críticos, as estruturas tradicionais de opção de compra utilizadas não seriam suficientes para alinhar os interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas.[386]

Em vista disso, recentes estudos têm orientado na maior cautela para a utilização das opções ou mesmo para o seu abandono. Situações como aquela observada no caso Enron seriam provas de que as opções de compra de ações em determinadas circunstâncias pode gerar mais incentivos perversos que estímulos positivos.[387]

Por exemplo, um administrador é titular de opções de compra de uma companhia. Esse administrador tem uma informação importante a respeito dos negócios da companhia que pode impactar negativamente o preço das ações. Nessa hipótese, o administrador poderia se sentir incentivado a ocultar essa informação importante e exercer suas opções de compra antes da divulgação da informação, capturando os ganhos antes da queda do preço das ações.

---

[385] Cf. K. J. MURPHY, *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, cit. (nota 9 supra), p. 31/32.

[386] Cf. M. C. JENSEN, *How stock options reward managers for destroying value and what to do about it*, 2001, disponível em www.ssrn.com/abstract=480401.

[387] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra).

Obviamente, o administrador estará sujeito à verificação do descumprimento de seus deveres fiduciários e da vedação de utilização de informação privilegiada. Mas o fato é que em uma situação como essa as opções certamente não estariam produzindo os estímulos esperados.

Nessa busca por instrumentos que proporcionem maior alinhamento dos interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas, algumas companhias têm utilizado planos de ações restritas. Nesses planos, ao invés de outorgar aos administradores opções de compra de ações, a companhia transfere-lhes ações que não poderão ser negociadas durante o período de restrição.

A transferência das ações geralmente se dá de forma gradual e escalonada de modo que os interesses do administrador permanecem vinculados aos da companhia durante maior período de tempo. O período de restrição, durante o qual os administradores não podem negociar as ações que receberam, também pode contribuir para o alinhamento de interesses entre o administrador e a companhia.

Há pelo menos dois motivos que podem levar as companhias a adotarem planos de ações restritas ao invés de opções de compra. Em primeiro lugar, quando os administradores recebem as opções de compra, eles ainda não são efetivos titulares das ações. Em verdade, eles são titulares de um direito de exercer a opção e se tornar acionistas. Se, no entanto, a ação sofrer uma variação negativa antes do exercício, as opções viram pó. Nessa hipótese, os administradores terão estímulos para não exercer as opções. Fazendo isso, o impacto patrimonial sofrido pelos administradores tende a ser menor. Além disso, conforme a ação desvaloriza, os administradores podem ficar desestimulados para desempenhar as suas atividades.

Diferentemente, quando os administradores recebem ações restritas, eles estão "posicionados" no papel desde o início. Eventuais variações negativas no valor da ação impactam diretamente no patrimônio dos administradores. De fato, se as ações depreciarem, os administradores assistirão à desvalorização de seu patrimônio, já que há um período de restrição, durante o qual os administradores não podem alienar as ações de

que são titulares. Os administradores terão, então, estímulos para reverter o quadro e para que as ações da companhia voltem a se valorizar. Nesse cenário, a tendência é que os interesses dos administradores estejam alinhados com os da companhia e dos acionistas.

Em segundo lugar, razões de ordem contábil também contribuiriam para a adoção das ações restritas como forma de remuneração.[388]

Tendo sempre em vista as particularidades de cada caso concreto, a adoção das ações restritas como modalidade de remuneração dos administradores pode representar benefícios, especialmente no campo do alinhamento de interesses. No entanto, há ainda entraves tributários e trabalhistas para sua adoção pelas companhias.[389] Primeiro, o tratamento tributário das opções é mais vantajoso, uma vez que por se tratar de expectativa de direito, não são tributadas quando outorgadas, mas somente quando exercidas. Segundo, entende-se que nas ações restritas a companhia deve arcar com encargos trabalhistas, tais como INSS e FGTS, além de ter que recolher o imposto de renda na fonte já no momento da concessão. Ademais, a ausência de regulamentação específica e o risco de determinados modelos de concessão de ações restritas não reunirem as condições necessárias para caracterizarem um benefício de natureza comercial, afastando-o da esfera trabalhista, representa um entrave para sua adoção.[390]

---

[388] Vale transcrever o entendimento de K. J. MURPHY a respeito: "[u]nder the accounting rules in place since 1972 (and continuing under FAS123R), companies granting restricted stock recognize an accounting expense equal to the grant-date value of the shares amortized over the vesting period. Under FAS123R, the expense for stock options is similar to that of shares of stock: companies must recognize an accounting expense equal to the grant-date value of the options amortized over the period when the option is not exercisable. Option expensing (whether voluntarily under FAS123, or by law under FAS123R) significantly leveled the playing field between stock and options from an accounting perspective. As a result, companies reduced the number of options granted to top executives (and other employees), and greatly expanded the use of restricted shares", cf. *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 23.

[389] Cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 170.

[390] Para uma análise mais profunda das questões trabalhistas envolvidas, cf. MAROTE, Carla Lobo Olim, *Participação dos empregados no capital da empresa: opção de compra de ações*, Dissertação de Mestrado defendida na Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, CALVO, Adriana, *A natureza jurídica dos planos de opções de compra de ações no direito do trabalho* ("employee stock option plans"), in *Revista LTr*, v. 69, nº 09, setembro de 2005, pp. 1126/1130, DA SILVA, Luciana Aboim Machado Gonçalves, *Employee Stock Options*, in *Revista IOB Trabalhista e Previdenciária*, Ano XVII, nº 199, janeiro de 2006, pp. 109/119, MARTINS, Sérgio Pinto, *Natureza do stock options no direito do trabalho*, in *Repertório IOB de Jurisprudência,* nº 16, agosto de 2001, PERES, Antonio Galvão, *A natureza jurídica dos planos de opção de compra de ações para altos funcionários*, in *Revista Amatra*, set. 2001, e ROBORTELLA, Luiz Carlos Amorim, *Plano de compra de ações (stock options) mantido por grupo multinacional e concedido a alto executivo*, in *Revista de Direito do Trabalho*, nº 101, São Paulo, jan./mar. 2001. Os tribunais já consolidaram o entendimento de que as opções de compra não integram o salário e não podem ser reclamadas como tal, afastando-se, portanto, a incidência do direito do trabalho e circunscrevendo a discussão no âmbito do direito

A despeito dos referidos entraves, algumas companhias tem adotado o modelo de ações restritas e solicitado ao Colegiado da CVM autorização para negociar as ações de forma privada com os administradores. Nesses casos, segundo o entendimento do Colegiado da CVM, a autorização para negociação privada de ações constante da Instrução CVM nº 390, de 2003, não seria aplicável, uma vez que ela se destinaria às opções de compra, não podendo ser estendida para ações restritas. De toda forma, o Colegiado tem entendido tratar-se de situações especiais e plenamente circunstanciadas, conferindo autorização nos termos do art. 23, da Instrução CVM nº 10, de 1980.

O Colegiado tem entendido, no entanto, que deverá se observado o direito de preferência dos demais acionistas, uma vez que a exceção constante do art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, seria aplicável somente às opções de compra. O fato de que as ações são, via de regra, transferidas sem contrapartida econômica ou ônus financeiro para os administradores contribuiria para a inaplicabilidade da exceção do direito de preferência às ações restritas.

Ademais, o Colegiado da CVM tem entendido que a análise do eventual alinhamento de interesses promovido por esses planos de ações restritas deve ser realizada posteriormente à sua implementação, não sendo de fazer essa verificação *a priori*. Essa verificação deve ser realizada juntamente com apuração da eventual quebra de deveres fiduciários pelos administradores.

---

societário, cf. trecho da seguinte decisão: "[u]ma vez vencido o prazo de carência, o empregado pode ou não exercer a opção de comprar as ações do seu empregador. Ou seja, a opção de compra de ações não é um benefício que automaticamente se incorpora ao patrimônio do empregado, quando da assinatura do contrato de Stock Option Plan e sim uma mera expectativa de direito, que pode ser exercido ou não pelo empregado, somente após o término do período de carência" Processo nº TST – AIRR-2086/2001-070-01-40.4, j. 05.08.2009, disponível em www.tst.gov.br. Em sentido semelhante, confira-se: TRT/15ª Região, recurso ordinário, processo nº 02125-2007-109-15-00-2, rel. Luiz Antonio Lazarim, p. 05.12.08; TRT/10ª Região, recurso ordinário, processo nº 00572200701710000, rel. João Amílcar, p. 27.06.08; TRT/15ª Região, recurso ordinário, processo nº 00387200304515857, rel. Ricardo Regis Laraia, p. 13.07.07; TRT/2ª Região, recurso ordinário, processo nº 20010255561, acórdão nº 20030145141, rel. Sérgio Pinto Martins, j. 18.03.03; e TRT/2ª Região, recurso ordinário, processo nº 20030636234, rel. Juíza Anelia Li Chum, p. 05.12.03. Para implicações tributárias relativas ao assunto, conferir ARAGÃO, P. C. ARAGÃO, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, cit. (nota 343 supra), pp. 63/70 e CATÃO, Marcos André Vinhas, *Tributação de* Stock Options, cit. (nota 364 supra). Cf. ainda working paper elaborado pela OCDE, *Cross-border Income Tax Issues Arising from Employee Stock Options Plans*, 2004, disponível em www.oecd.org, acesso em 31 de março de 2011.

Por fim, o Colegiado entendeu que os valores relativos à transferência das ações aos administradores deverão estar incluídos no montante deliberado em assembleia, na forma do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976.[391]

É verdade que as referidas decisões do Colegiado da CVM procuraram harmonizar as situações dos casos concretos com o aspecto restritivo das normas estabelecidas pelo legislador e pelo regulador. O caráter restritivo das exceções ao direito de preferência e à vedação da negociação privada de ações fez com que o Colegiado não autorizasse sua aplicação a modalidades de remuneração diferentes das opções de compra.

No entanto, é possível que haja na prática casos bastante limítrofes. De fato, há determinados planos de ações restritas que se assemelham muito, quer por seus objetivos, quer por suas estruturas, a planos de opções de compra. Em determinados planos de ações restritas, por exemplo, a natureza do prazo de restrição é muito similar à do prazo de carência presente em muitos planos de opção. Essas semelhanças poderiam gerar dúvidas a respeito de uma aplicação análoga aos planos de ações restritas da exceção ao direito de preferência constante do art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, e da autorização para negociação privada nos termos da Instrução CVM nº 390, de 2003.

Vale registrar, por fim, que eventuais restrições à transferência das ações devem constar do item 13.4.f do Formulário de Referência.

5.7. *Phantom stock options*.

Outra modalidade possível de remuneração dos administradores que se assemelha às opções de compra são as chamadas *phantom stock options*. As *phantom stock options*

[391] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/5238 (Cielo S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 27.01.2012: "[d]e acordo com este entendimento, o Plano poderia ser equiparado aos planos de opções de que tratam o art. 171, §3º, da lei acionária e o inciso II do art. 3º da Instrução CVM nº 390/2003, daí decorrendo a não incidência do direito de preferência previsto na lei acionária, bem como a desnecessidade de a CVM aprovar as alienações privadas a ele relacionadas. É por este motivo que, no primeiro momento, apresentou-se uma consulta. Acompanho a SEP neste ponto. As mencionadas exceções apenas são aplicáveis aos planos de opções de compra de ações propriamente ditos. E, definitivamente, não me parece que este seja o caso da concessão das Ações Restritas – esta é, afinal, levada a efeito pela mera transferência, aos Beneficiários, sem nenhum ônus financeiro para estes, daquelas ações. E isso como uma alternativa ao recebimento de opções de compra de ações." Cf. também o Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494 (HRT Participações em Petróleo S.A.), voto da Presidente Maria Helena Santana, j. 27.01.2012.

não são verdadeiras opções, mas sim títulos atribuídos aos administradores cujo valor encontra-se atrelado ao valor da ação. Variações no valor da ação geram também variações no valor de cada *phantom stock option*.

Por meio desse instrumento a companhia não entrega ações ou opções aos administradores, mas sim as *phantom stock options*. Ao final do período pré determinado no plano de remuneração a companhia paga aos administradores os valores devidos de acordo com a variação do valor da ação. Como o valor das *phantom stock options* é atrelado ao valor das ações de emissão da companhia, a companhia paga aos administradores em dinheiro os valores que eles receberiam em ações. Ou seja, os ganhos que o administrador auferiria com as ações são replicados, sem que ele se torne acionista.

O valor da ação é utilizado como um parâmetro para pagamentos aos administradores, mas, a princípio, eles não se tornam acionistas da companhia, já que não recebem ações, opções exercíveis ou títulos conversíveis.

Justamente por essas razões, algumas companhias consideram os planos construídos à luz desse modelo mais atrativo, uma vez que, em termos econômicos, eles podem proporcionar os mesmos incentivos sem, contudo, que os administradores se tornem acionistas da companhia. Uma opção como essa pode ser importante e vantajosa dependendo da estrutura de capital da sociedade.[392]

Nada impede, porém, que os administradores utilizem os valores referenciados em ações para adquirir ações de emissão da companhia. Nada impede também que o próprio plano de remuneração preveja que os valores recebidos pelos administradores referenciados em ações de emissão da companhia sejam vinculados à aquisição de ações da companhia, até mesmo como uma forma de promover o alinhamento de interesses.

[392] Vale transcrever: "[c]losely related to equity-based plans are cash plans that replicate the payouts from stock plans. For example, "stock appreciation rights" give recipients the right to the spread between the market price of the stock and the exercise price, and thus replicate the payouts from stock options. Phantom stock plans give recipients the value of shares at some future date, subject to continued employment and/or performance criteria, and thus replicate the payouts from restricted stock and performance share plans. These cash plans are particularly popular in non-public and closely held corporations, where traditional stock-based plans are impossible or unattractive", cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra).

Enfim, há uma vasta gama de possibilidades. No âmbito do direito comercial, é difícil imaginar que a criatividade prática dos empresários não será sempre maior que a capacidade dos estudiosos de prever e sistematizar os assuntos relevantes.

Assim, o presente estudo não tem a pretensão de exaurir todas as possibilidades de planos de remuneração por duas simples razões. Primeiro porque tem sido bastante grande a variedade e as modelagens dos planos de incentivo adotados pelas companhias. Segundo porque muitas vezes esses planos de incentivos são mistos, congregando mais de uma modalidade de pagamento (*cash based, equity based*) e envolvendo diferentes títulos (ações, opções, dinheiro).[393]

À luz desse esclarecimento, vale registrar, apenas a título ilustrativo, que no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/12232, o Colegiado da CVM, acompanhando o voto do Relator Diretor Otavio Yazbek entendeu parecer "perfeitamente factível que se crie um mecanismo de incentivo baseado, para a quantificação do benefício, no número de ações previamente adquiridas em mercado pelos beneficiários". Embora não se tratasse explicitamente de *phantom stock options*, o valor das ações foi utilizado como parâmetro para a realização do pagamento de parcela da remuneração dos administradores.[394]

5.8. A Resolução CMN nº 3.921, de 2010

A crise financeira internacional que acometeu os mercados nos últimos anos, notadamente 2007 e 2008, acendeu o debate sobre instrumentos de regulação que pudessem conferir maior segurança e higidez ao mercado. Grande parte das preocupações que compuseram esse debate dizia respeito aos comportamentos oportunísticos dos administradores de instituições financeiras, que, visando à obtenção de altos bônus de performance, adotavam posturas arrojadas e vinculadas ao curto prazo, sem

[393] Cumpre registrar que há ainda uma vasta gama de instrumentos utilizados na prática americana tais como os *stock appreciation rights*, as *equity pools*, entre outros. Na doutrina brasileira também já se mencionou a utilização de diferentes instrumentos, tais como doação de bônus de subscrição, cf. L. U. Carmo, *Gargalos da governança: a remuneração dos administradores*, artigo publicado no periódico Gazeta Mercantil, em 10 de janeiro de 2006.

[394] Na consulta apresentada a companhia informou ainda que outorgaria usufruto das ações aos administradores. Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/12232 (Klabin S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 17.04.2012. Caso semelhante, sem a adoção do usufruto, foi analisado no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/6574 (Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 06.09.2011.

comprometimento com perspectivas de prazo alongado. Os arranjos e as estruturas de remuneração dos administradores de instituições financeiras sistemicamente relevantes são comumente considerados incentivos à tomada de riscos excessivos e, consequentemente, causas que contribuíram para a crise econômica de 2007.[395]

Em vista da necessidade de se aprimorar o ambiente regulatório e padronizar regras relativas à remuneração, evitando ou, ao menos, mitigando a possibilidade de que crises similares eclodissem no futuro, o *Financial Stability Board* ("FSB") divulgou um conjunto de regras e melhores práticas para a fixação de remuneração dos administradores de instituições financeiras denominado *FSB Principles for sound compensation practices*.[396]

O *FSB Principles for sound compensation practices* é composto por cinco tipos de regras relativas: (i) ao comitê de remuneração; (ii) à remuneração variável; (iii) à estrutura de pagamento da remuneração e ao alinhamento de interesses; (iv) à transparência; e (v) à supervisão.

A primeira regra imposta pelo FSB consiste na obrigatoriedade de constituição pelas instituições financeiras do comitê de remuneração. De acordo com o documento, o comitê de remuneração deverá ser constituído de maneira que possa fazer uma verificação independente das práticas de remuneração adotadas pela instituição e dos incentivos criados para administração de riscos e liquidez. O comitê de remuneração deve ainda avaliar se parcelas da remuneração são pagas com base em receitas cujo reconhecimento contábil é incerto. Para tanto, o comitê de remuneração deve trabalhar em conjunto com o comitê de risco da instituição, devendo ainda verificar se as regras adotadas estão em consonância com os princípios ditados pelo FSB.

A segunda regra estabelecida pelo FSB consiste na limitação da remuneração variável atribuída aos administradores das instituições financeiras. Os reguladores nacionais devem estabelecer limites para a remuneração variável, a fim de evitar que essa modalidade de remuneração prejudique a base de capital das instituições financeiras.

---

[395] Cf. L. A. Bebchuk, *How to fix bankers' pay*, cit. (nota. 318 supra).

[396] Cf. Financial Stability Board, *FSB Principles for sound compensation practices*, relatório apresentado na reunião do G-20 ocorrida em 25 de setembro de 2009 em Pittsburgh (Pittsburgh Summit), disponível em http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf.

O conjunto de regras do FSB também trata da estrutura de pagamento da remuneração e do alinhamento de interesses que as práticas de remuneração promovem. Segundo essas regras: parte substancial da remuneração deve ser variável e efetivamente correspondente à performance; parte substancial da remuneração variável (40 a 60%) deve ser diferida no tempo, por um período não inferior a 3 anos; essa proporção deve aumentar conforme o nível de senioridade e responsabilidade do administrador; parte substancial da remuneração variável (mais que 50%) deve ser baseada em ações, uma vez que esse tipo de remuneração incentiva a criação de valor no longo prazo.

De acordo com as regras de transparência fixadas pelo FSB, as instituições financeiras devem divulgar informações completas a respeito dos pacotes de remuneração atribuídos aos seus administradores. Devem ser divulgados o processo de adoção da modalidade remuneratória, os critérios para medição da performance dos administradores, dados quantitativos a respeito da remuneração dos administradores, entre outros.

Por fim, a quinta regra diz respeito à supervisão. As entidades reguladoras e supervisoras devem assegurar que as instituições financeiras sistemicamente relevantes internalizaram e adotaram os princípios estabelecidos pelo FSB. Os reguladores deverão exigir especialmente que as instituições financeiras demonstrem que os incentivos aos seus administradores levam em consideração aspectos como risco, capital, liquidez e prazo.

Com esse conjunto de regras o FSB procurou vincular os interesses dos administradores das instituições financeiras a perspectivas de mais longo prazo. Procurou ainda evitar que os administradores atrelassem suas condutas ao reconhecimento pronto e imediato de suas performances, com vista no incremento de seus bônus. Essa cultura do bônus precisava ser mitigada para que os interesses dos administradores fossem alinhados com os das instituições e seus acionistas fossem alinhados. Essa mitigação era ainda necessária para que se promovesse maior segurança e robustez do mercado.

Todas as instituições financeiras sistemicamente relevantes deveriam implementar as regras e melhores práticas fixadas pelo FSB. Para tanto, o Comitê da Basileia e a

IOSCO ficaram responsáveis por verificar a imediata adoção dos princípios estabelecidos pelo FSB. O G-20 endossou tais princípios.

Em razão de o Brasil integrar o G-20 e estar, portanto, sujeito a tais exigências, o CMN editou, em cumprimento a tais determinações, a Resolução CMN nº 3.921, de 2010. Essa resolução dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. O documento representou a incorporação pelo Brasil das práticas fixadas pelo FSB no documento acima mencionado.

Na reunião do CMN de 25 de novembro de 2011, em que foi aprovada a Resolução CMN nº 3.921, de 2010, ficou estabelecido que seus principais objetivos são: "(i) alinhar as políticas de remuneração com os riscos assumidos pelas instituições financeiras; (ii) desestimular comportamentos capazes de elevar a exposição ao risco das instituições financeiras a níveis superiores aos considerados prudentes a curto, médio e longo prazos; (iii) atribuir remuneração adequada aos administradores das áreas de controle interno e de gestão de riscos, segregada do desempenho das áreas de negócios por eles controladas".[397]

Seguindo o conjunto de regras estabelecido pelo FSB, a Resolução CMN nº 3.921, de 2010, se sustenta em dois pilares fundamentais: (i) regras de adequação da política de remuneração; e (ii) regras relativas à governança e transparência das políticas de remuneração.

No que diz respeito às regras de adequação da política, a instituição financeira deverá adotar uma política de remuneração que seja compatível com a gestão de riscos, de modo que os administradores não sejam incentivados a tomar riscos desnecessários, nos termos do art. 2º e 3º da Resolução CMN nº 3.921, de 2010.

No que concerne às regras de governança e transparência, nos termos do art. 11 da Resolução CMN nº 3.921, de 2010, as instituições financeiras constituídas sob forma de companhia aberta e que estejam obrigadas a adotar comitê de auditoria deverão instituir

[397] Cf. Voto II: Política de remuneração de administradores, da Reunião CMN do dia 25 de novembro de 2011, disponível em http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2801&idpai=NOTICIAS.

comitê de remuneração.[398] Esse órgão será composto por no mínimo 3 integrantes, sendo que 1 dos membros deve ser não administrador. O comitê se reportará diretamente ao conselho de administração, que fica obrigado a fiscalizar o cumprimento das normas contidas na referida resolução.

O comitê de remuneração deverá elaborar a política de remuneração, submetendo-a ao conselho de administração para posterior submissão à assembleia geral, nos termos do art. 152, da Lei nº 6.404, de 1976; supervisionar a implementação da política de remuneração; analisar a política de remuneração *vis à vis* as práticas de mercado e revisar tal política de tempos em tempos determinando seu aprimoramento se necessário; avaliar cenários futuros e seus possíveis impactos na política de remuneração; e zelar para que a política de remuneração esteja compatível com a gestão de riscos e as metas da instituição.

O art. 15 da Resolução CMN nº 3.921, de 2010, determina que o comitê de remuneração elabore um relatório anual contendo informações sobre o próprio comitê e sobre a política de remuneração adotada pela instituição. Entre outras informações, o relatório deverá expor o processo de decisão para estabelecer a política de remuneração; critérios utilizados para mensuração do desempenho e ajustamento ao risco; e informações quantitativas como o montante da remuneração anual, o montante da remuneração que foi diferido, os percentuais de remuneração fixa e variável. Esse documento deverá ficar à disposição do Banco Central.

No âmbito das regras relativas à estrutura de remuneração, a nova resolução não obriga o pagamento de remuneração variável. No entanto, se a instituição financeira optar pelo pagamento de remuneração variável, no mínimo 50% da remuneração variável atribuída aos administradores deverão ser pagos em ações ou instrumentos baseados em ações, compatíveis com a criação de valor a longo prazo, nos termos do art. 6º, §1º, da Resolução CMN nº 3.921, de 2010. O pagamento dessa parcela da remuneração dos

[398] De acordo com a Resolução CMN nº 3.198, de 2004, deverão constituir comitê de auditoria instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (exceto as sociedades de crédito ao microempreendedor) que tenham apresentado no encerramento dos dois últimos exercícios sociais (i) Patrimônio de Referência (PR) igual ou superior a R$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); (ii) administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais); e (iii) somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a R$5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais).

administradores poderá ser feito mediante a entrega, por exemplo, de ações ou de opções de compra de ações.

Ademais, segundo o art. 7º da Resolução CMN nº 3.921, de 2010, ao menos 40% da remuneração variável deverá ser diferida para pagamento futuro em no mínimo 3 anos, aumentando conforme os níveis de senioridade e responsabilidade dos administradores.

As regras são importantes porque procuram replicar os princípios fixados pelo FSB. Nesse sentido, as regras procuram coordenar a conduta dos administradores fazendo com que não tomem riscos excessivos e que mantenham interesse de longo prazo na instituição financeira, alinhando assim seus interesses com os da instituição e dos demais *stakeholders* envolvidos.

Por fim, vale registrar que, procurando modernizar suas políticas de remuneração e dar cumprimento às disposições da Resolução CMN nº 3.921, de 2010, diversas instituições financeiras têm solicitado à CVM autorização para negociar de forma privada ações ou instrumentos baseados em ações de sua emissão, nos termos da Instrução CVM nº 10, de 1980, para pagamento da remuneração variável dos administradores. O Colegiado da CVM tem autorizado tais pleitos entendendo tratar-se de casos especiais e plenamente circunstanciados nos termos do art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980.[399]

5.9. As opções de compra e os grupos societários.

Como visto nas seções 3.12 e 4.13 acima, a Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu uma disciplina própria para a remuneração em sentido estrito e para a participação nos lucros sociais na esfera dos grupos de direito. Já quanto à outorga de opções de compra nos grupos de direito, a lei silenciou. Todavia, diferentemente do que ocorreu para as demais modalidades remuneratórias, a lei previu a possibilidade de outorga de opções de compra no âmbito dos grupos de fato.

[399] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/2942 (Itaú Unibanco Holding S.A.), Diretor Rel. Otavio Yazbek, j. 06.09.2011; Processo Administrativo CVM nº RJ2011/14462 (Banco Santander Brasil S.A.), Diretor Rel. Otavio Yazbek, j. 06.03.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ2012/0897 (Banco do Brasil S.A.), Rel. Diretora Luciana Dias, j. 16.02.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ2012/9882 (Banco do Brasil S.A.), Rel. Diretora Luciana Dias, j. 02.10.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5826 (Banco ABC Brasil S.A.), Rel. Diretor Roberto Tadeu Fernandes, j. 03.07.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/6159 (Banco Pine S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 17.07.2012.

Com efeito, o art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, permite expressamente que a companhia outorgue opções de compra a pessoas naturais que prestem serviços à companhia direta ou indiretamente, isto é, prestadores de serviço, administradores e empregados da própria companhia ou de sociedades por ela controladas. Assim, nos termos do art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, é possível que a companhia remunere com opções de compra de ações de sua emissão não apenas os seus próprios administradores, mas também administradores de sociedades por ela controladas.

Não há restrições a que os referidos administradores prestem serviços a sociedades controladas sediadas no exterior, como, de fato, tem ocorrido na prática.[400] A esse respeito, cumpre registrar que a Circular Bacen nº 3.280, de 2005, foi expressa ao permitir que as instituições financeiras autorizadas a operar câmbio procedam a transferências para o exterior por parte de funcionários de companhias brasileiras integrantes de grupos estrangeiros, com a finalidade de adquirir ações da controladora, desde que tais ações estejam compreendidas em programas lançados para funcionários da companhia.[401]

O Colegiado da CVM tem interpretado a regra no sentido de que a permissão constante do art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, se estende também a ações ou outros instrumentos baseados em ações, além das opções de compra. Ou seja, apesar de o dispositivo fazer menção apenas às opções de compra de ações, a companhia poderia remunerar administradores de companhias controladas também com ações ou instrumentos

[400] Cf. P. C. ARAGÃO, D. SOARES, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, cit. (nota 338 supra), p. 162.

[401] Cf. Circular Bacen nº 3.280, de 2005, Subseção: 5 – Programa de Opção de Compra de Ações – "Stock Options": "1. Podem os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio dar curso a transferências para o exterior, por parte de pessoas físicas, funcionários de empresas brasileiras pertencentes a grupos econômicos estrangeiros, com vistas à aquisição de valores mobiliários, fracionários ou não, representativos de ações de emissão de empresa líder do grupo no exterior, ou cotas de fundo de investimento constituído fora do País com propósito único de adquirir ações da matriz estrangeira em programas lançados exclusivamente para funcionários. 2. As remessas podem ser efetuadas pelos próprios funcionários ou pela empresa brasileira responsável no País pelo plano de compra das ações, de forma consolidada ou não, devendo, nos casos de remessas pela empresa brasileira, ser apresentada ao banco negociador da moeda estrangeira, relação devidamente referenciada (nº/data), contendo o nome de seus funcionários, a indicação dos respectivos CPFs e o valor das remessas individuais, bem como a devida autorização do funcionário para que a empresa promova a remessa em seu nome, devendo estes documentos fazer parte do dossiê da operação de câmbio."

baseados em ações de sua própria emissão, por analogia ao art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976.[402]

À luz desse posicionamento do Colegiado da CVM, há dois pontos a serem analisados com maior destaque. O primeiro deles consiste na própria a extensão da possibilidade contemplada pelo art. 168, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, a outros instrumentos baseados em ações além das opções de compra. Como visto na seção 5.6 acima, em determinados casos as ações restritas podem ter uma capacidade maior de alinhar os interesses dos administradores com os interesses da companhia e dos acionistas. Portanto, essa extensão pode ser efetivamente benéfica dependendo das circunstâncias em que se encontra a companhia.

O segundo ponto que merece estudo mais detido consiste na cautela que deverá ser aplicada pelas companhias e pelo órgão regulador na análise das hipóteses em que os administradores da controlada receberem como parte de sua remuneração ações ou instrumentos baseados em ações de emissão da controladora. A situação em que o administrador da sociedade controlada recebe ações ou instrumentos baseados em ações de emissão da controladora pode ser delicada porque, dependendo das características do caso concreto, a política de remuneração pode promover o alinhamento de interesses do administrador com a controladora, mas não com a controlada e seus acionistas.

---

[402] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/2942 (Itaú Unibanco Holding S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 06.09.2011: "[o] MEMO/SEP/GEA-1/Nº 114/2011, de 9.8.2011, aponta duas questões que, do exposto pela Requerente, remanesceriam: a primeira delas diz respeito à possibilidade de abranger também administradores de outras sociedades do mesmo grupo; e a segunda é referente à metodologia para a definição da quantidade de ações a ser atribuída a cada executivo, que parte das cotações nos 3 (três) meses imediatamente anteriores à sua entrega. Ao discutir a primeira dessas questões, a área técnica assevera não ver maiores empecilhos ao proposto, a exemplo do que também ocorre nos planos de opções regidos pelo art. 168 da lei acionária. Ao tratar da segunda, reiterando que a assembleia geral aprovará apenas a metodologia, mas não o número de ações ou os valores utilizados para a definição de tal número, a área técnica recomenda apenas que se divulgue ao mercado, previamente ao período de três meses em que se efetuará aquela apuração, tanto a duração do período quanto os critérios e parâmetros adicionais que se adotarão. Acompanho a SEP nos dois pontos acima referidos, realçando apenas que, dependendo dos termos da proposta efetivamente levada à assembléia geral, de seu grau de concreção, é possível que a recomendação formulada no segundo daqueles pontos se torne até mesmo desnecessária."; e Processo Administrativo CVM nº RJ2012/9882 (Banco do Brasil S.A.), Rel. Diretora Luciana Dias, j. 02.10.2012. No âmbito desses processos, o Colegiado da CVM autorizou a transferência de forma privada de ações para os administradores da própria companhia e de companhias controladas. Cf. também Processo Administrativo CVM nº RJ2011/14462 (Banco Santander Brasil S.A.), Rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 06.03.2012. No âmbito deste último processo, o Colegiado autorizou o Banco Santander a transferir de forma privada *units* de sua emissão para seus administradores e para os administradores de suas controladas, diretamente ou por meio de suas controladas.

Essa questão foi comentada pela Diretora Luciana Dias no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/9882 em que se analisou a possibilidade de administradores da BB DTVM receberem, como parte de sua remuneração, ações de emissão da controladora, Banco do Brasil S.A.. De acordo com o voto condutor "economicamente parece fazer sentido remunerar os administradores da BB DTVM com ações do Banco do Brasil, uma vez que a primeira sociedade é subsidiária integral da segunda, e, por isso, no âmbito de atuação da CVM, assim como a SEP, não vejo qualquer impedimento à concessão da autorização requerida".[403]

Em outros casos, pode não fazer sentido econômico remunerar os administradores da sociedade controlada com ações ou instrumentos baseados em ações de emissão da controladora. Se uma estrutura de remuneração como essa for adotada, por exemplo, em uma controlada que não seja uma subsidiária integral e tenha em sua base acionária outros acionistas a estratégia de alinhamento de interesses pode não ser a mais adequada. De fato, os administradores da controlada terão incentivos para maximizar o valor das ações da controladora, de modo que seus interesses não necessariamente estarão alinhados com os interesses da controlada e de seus acionistas.

Nos grupos de fato, o interesse da sociedade isolada deve prevalecer. Por isso, é necessário zelo na apreciação de políticas de remuneração que envolvam ações ou instrumentos baseados em ações de emissão da controladora. Conforme mencionado na seção 3.12 acima, nesses casos será necessário realizar uma análise substancial de como aquela determinada política de remuneração alinha os interesses dos administradores com os da sociedade e dos acionistas.

Para a realização dessa análise substancial são necessários níveis mínimos de transparência. É com fundamento nessa necessidade de análise substancial das políticas de remuneração que o item 13.5. do Formulário de Referência exige que a companhia divulgue a quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior, e outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas, emitidos pelo emissor, seus controladores diretos ou indiretos, sociedades controladas ou sob controle

[403] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ2012/9882 (Banco do Brasil S.A.), Rel. Diretora Luciana Dias, j. 02.10.2012.

comum, por membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal, agrupados por órgão, na data de encerramento do último exercício social.

As demais disposições da Instrução CVM nº 480, de 2009, que determinam divulgação de como a política de remuneração promove o alinhamento de interesses serão discutidas com maior detalhamento na seção 5.11 abaixo.

5.10. As opções de compra de ações e eventuais comportamentos oportunísticos

Segundo a literatura teórica, a adoção de um sistema de remuneração baseado em ações e no desempenho dos administradores pode incentivá-los a adotar comportamentos oportunistas. Esse sistema de remuneração pode ocasionar, por exemplo, a assunção de riscos excessivos pelo administrador (*agent*) em nome dos titulares das ações (*principal*). Os interesses dos administradores, consistentes em ampliar sua performance para, em consequência, ampliar sua remuneração, podem levá-los a assumir riscos excessivos considerando que, muitas vezes, não seriam diretamente afetados pelas possíveis consequências negativas provenientes desses riscos. A assunção de riscos excessivos, no entanto, é em geral contrária aos interesses dos acionistas, que seriam diretamente afetados pelas referidas consequências enquanto titulares da propriedade das ações.

Em um cenário como esse, a adoção da opção de compra de ações pode compatibilizar os dois grupos de interesses em jogo, pois ao outorgar-se ao administrador a possibilidade de participar do capital da sociedade aproximam-se e alinham-se seus interesses aos interesses dos acionistas. A promoção do alinhamento entre os interesses dos acionistas e os interesses dos administradores é, portanto, uma das grandes virtudes de um plano de opção de compra de ações bem estruturado.[404]

[404] Cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 13. Vale ainda transcrever: "[o]ver the years, a director who is paid in stock may find that stock in the corporation represents a significant portion of her wealth, at least if the sale of her stocks is restricted by its terms. This should tend to align the director´s interest more closely with the shareholders, and thereby provide an incentive for monitoring", cf. EISENBERG, Melvin Aron, *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*, cit. (nota 147 supra), p. 650. Nesse sentido, cf. "[s]tock-option grants, properly constructed, can be highly effective in aligning the interests of corporate officers with those of the shareholders. Such an alignment is an essential condition for maximizing the long-term market value of the firm", GREENSPAN, Alan, *Stock Options and related matters*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 17, ano 5, jul/set 2002, p. 14.

Isso ocorre porque os planos são geralmente modelados de maneira que a outorga das opções vai ocorrendo de maneira gradual e escalonada no tempo. O administrador não recebe todo o benefício de antemão. E mesmo depois do exercício, é comum que haja restrições à transferência das ações. O administrador não é apenas um acionista; trata-se de um acionista cujo direito de alienar as ações e sair é restrito. Ademais, ainda que aliene suas ações, sempre haverá mais outorgas adiante, de modo que os interesses permaneçam alinhados.

Alinham-se, assim, os interesses dos administradores e os interesses dos acionistas, pois como ambos os grupos serão beneficiados com a maximização do desempenho da companhia, os administradores se sentirão necessariamente estimulados a promovê-la.[405]

No entanto, justamente por se tratar de uma modalidade de remuneração variável dos administradores, baseada na, e dependente da, maximização do desempenho da companhia, as opções de compra de ações podem ocasionar comportamentos oportunísticos dos outorgados, em prejuízo da companhia e dos acionistas.

Esses comportamentos oportunísticos podem englobar, mas não se limitam ao estabelecimento, por influência dos administradores, de prazos de carência mais curtos e flexíveis possibilitando aos administradores o exercício da opção de acordo com seus próprios critérios e conveniências; manipulação de dados contábeis visando a maquiar os resultados efetivos a fim de burlar o desempenho da companhia, como, por exemplo, reconhecimento prematuro de resultados ou a retenção irregular de lucros[406]; manipulação do preço de emissão ou aquisição das ações no momento do exercício da opção de compra; utilização de informação privilegiada na definição do momento de exercer a opção de compra; assunção de riscos excessivos e indevidos (*moral hazard*) com a finalidade de inflar o valor das ações de emissão da companhia[407], entre outros.

---

[405] Cf. J. A. T. GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, cit. (nota 333 supra), pp. 122/123, e M. CARVALHOSA, N. EIZIRIK, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, cit. (nota 334 supra), p. 466.

[406] Para uma análise aprofundada das hipóteses de retenção irregular de lucros, inclusive sob a luz da teoria da agência, cf. ROBERT, Bruno, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A., Apuração, Declaração e Pagamento*, cit. (nota 246 supra).

[407] Cf., a respeito, "all made managers more sensitive to their firm's market price. In so doing, however, these forces inclined managers to take greater risks to inflate that stock price", J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, cit. (nota 27 supra), p. 9.

Por essa razão, a instituição de planos de opção de compra de ações e, especialmente, a sua utilização como modalidade remuneratória consiste em ponto central de preocupação para o regulador do mercado de capitais brasileiro.

Grande parte dessa preocupação do regulador brasileiro adveio da experiência recente observada no mercado de capitais norte americano. Comportamentos como esses foram largamente observados ao longo da década de 1990 nas companhias norte americanas.

Esse período foi marcado por uma transição na composição da remuneração dos administradores. A remuneração dos administradores deixou de ser baseada primordialmente em recursos disponíveis da companhia (*cash*) e passou a basear-se primordialmente em ações (*equity*). Diante desse movimento, os administradores deixaram de preocupar-se unicamente com o valor que a companhia poderia representar em casos de fusões e aquisições e tomadas hostis de controle (*hostile takeovers*) – preocupação típica da década de 1980 – e passaram a se preocupar também, e principalmente, com o preço diário das ações, no curto prazo[408].

Nesse mesmo período, mudanças observadas na regulamentação da SEC acabaram por incentivar os administradores das companhias norte americanas a adotarem comportamentos oportunísticos de curto prazo. De acordo com referidas mudanças, os administradores deixaram de ser obrigados a manter as opções por determinado período de tempo, podendo realizar o exercício da opção imediatamente. Isso possibilitou que os administradores se valessem de altas nos preços das ações para exercer as opções e venderem as ações no mesmo dia, sem comprometimento com a companhia e sem que o ganho auferido guardasse vínculo com o respectivo desempenho.[409]

---

[408] Para um aprofundamento dessa análise histórica, cf. J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, cit. (nota 27 supra).

[409] Cf. "[v]ery quickly this became the prevailing pattern. Although it was not the intent of these reforms to authorize or encourage bailouts, they made it possible for senior executives with vested options to exploit a temporary price spike in their firm's shares by exercising their options and selling in a single day", J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, cit. (nota 27 supra), p. 10.

Paralelamente a essa tendência, observou-se um aumento da prática contábil denominada reconhecimento prematuro de resultados e de receitas não realizadas, possibilitando que os administradores, oportunisticamente exercessem as opções de compra em um ambiente em que o preço das ações se encontrava altamente inflado. Comportamentos como esses ocasionaram colapsos históricos, como o caso Enron, e geraram uma consternação mundial a respeito do uso das opções de compra de ações, especialmente em virtude dos incentivos perversos de curto prazo que elas podem gerar em certos casos.[410]

Mas as opções de compra podem gerar outros incentivos perversos e ensejar outros tipos de comportamentos oportunísticos por parte dos administradores. Por exemplo, um administrador que detém opções de compra de ações possui também uma informação importante a respeito dos negócios da companhia que pode impactar negativamente o preço das ações de sua emissão. O administrador poderia ocultar essa informação importante e exercer suas opções de compra antes da divulgação da informação. Com esse comportamento oportunístico, o administrador capturaria os ganhos provenientes do exercício da opção antes da queda do preço das ações.

Segundo K. J. MURPHY, as opções de compra podem gerar incentivos perversos porque não replicam com perfeição para os administradores a situação de propriedade das ações. Em razão disso, as opções podem gerar incentivos perversos de três tipos. Em primeiro lugar, como a opção se vincula à variação do preço das ações, e não necessariamente à distribuição de dividendos, os incentivos para que os administradores utilizem caixa para recomprar ações de emissão da companhia, sinalizando que elas se encontram subprecificadas, podem ser maior do que os incentivos para que eles influenciem a companhia a distribuir dividendos aos acionistas. Em segundo lugar, como o valor das opções aumenta se há volatilidade, a outorga de opções poderia incentivar os administradores a realizar operações de maior risco. Por fim, as opções perderiam todo o

[410] "[a]ggressive forecasts drove the firm's stock price up and enabled management to sell at an inflated price. Premature revenue recognition then became a means by which managements satisfied aggressive forecasts and sustained high market valuations", cf. J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, cit. (nota 27 supra), p. 11.

seu potencial de estimular os administradores caso o valor das ações sofresse uma variação abrupta em razão de fatores incontroláveis.[411]

Em outra hipótese, porque acreditam na desvalorização das ações da companhia que administram, os administradores podem, ao mesmo tempo em que são titulares de opções de compra de ações da companhia, realizar contratos de opção de venda dos mesmos papéis, apostando na queda do valor das ações. Com essa estratégia, os administradores promoveriam um *hedge* de suas posições, contra a esperada variação negativa do valor das ações. Se os administradores puderem lucrar ou ter a certeza de que suas perdas foram evitadas mesmo quando o valor da ação da companhia cai, será a variação do valor da ação será indiferente para eles e os interesses dos administradores e dos acionistas não estarão alinhados.[412]

Embora não haja uma vedação expressa a que esse tipo de operação ocorra, do ponto de vista econômico e de alinhamento de interesses ela seria bastante polêmica e até mesmo questionável pelos acionistas. Primeiro porque um dos objetivos dos planos de opção de compra de ações é justamente fazer com que os administradores corram os riscos da variação do preço da ação. Celebrando derivativos, os administradores estarão "hedgeados" e, portanto, fora desse risco. Segundo, porque os interesses dos

[411] Cf. K. J. MURPHY, *Executive Compensation,* cit. (nota 8 supra), p. 18.

[412] Situação semelhante ocorreu recentemente no Brasil no âmbito da companhia PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. Conforme informou o Jornal Valor Econômico, os administradores da PDG celebraram derivativos (contratos de opções) para proteger suas posições de uma possível queda do valor das ações que recebem como parte de sua remuneração, cf. *Opções de executivos derrubam PDG*, Jornal Valor Econômico de 27 de março de 2012. Conforme apurado pela Revista Capital Aberto, os administradores teriam transacionado R$6,793 milhões com opções de compra ou venda de ações da PDG, sendo que R$4 milhões seria apostando na queda do papel, cf. *Incentivos subvertidos*, in *Revista Capital Aberto*, nº 105, maio 2012. Em 11.05.2012, o Jornal Valor Econômico divulgou que a PDG teria alterado a política de negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, cf. Conselho da PDG aprova nova política de negociação com ações, Jornal Valor Econômico, 11 de maio de 2012. De acordo com a nova política, fica proibida a negociação de "valores mobiliários restritos", cf.: "5.3. Proibição de Negociação de Valores Mobiliários Restritos. Fica determinado que a Companhia, seus Acionistas Controladores, diretos e indiretos, os Administradores, os Conselheiros Fiscais, os Empregados e Executivos com acesso a Informação Relevante e os integrantes dos demais Órgãos com Funções Técnicas ou Consultivas da Companhia, e ainda, por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição nas Sociedades Controladoras, nas Sociedades Controladas e nas Sociedades Coligadas, que tenham firmado o Termo de Adesão, estarão impedidos de negociar Valores Mobiliários Restritos, enquanto tais pessoas estiverem juridicamente vinculadas à Companhia", sendo que "Valores Mobiliários Restritos" "significa todos e quaisquer derivativos da Companhia, ou seja, operações financeiras que tenham como base de negociação o preço de um ativo financeiro da Companhia, incluindo, mas sem limitação, aquelas operações que sejam negociadas a termo, mercados futuros, por meio de opções de compra e venda negociadas em bolsa e/ou swaps, dentre outros, que derivem, integral ou parcialmente, do valor de outro ativo financeiro da Companhia.", disponível em www.cvm.gov.br.

administradores não estarão alinhados com os interesses da companhia e dos demais acionistas, afinal, é o risco que, em última análise, alinha os interesses da administração com os dos acionistas. Terceiro, porque adotando um comportamento como esse os administradores dão a entender que possuem uma informação relevante sobre a companhia que ainda não divulgaram, mas que já deveriam ter divulgado.

Situações como essa poderiam ser solucionadas mediante a inserção de cláusulas que previssem a proibição da celebração pelos administradores de derivativos que visem a neutralizar os riscos decorrentes de sua participação acionária na companhia.[413] A título ilustrativo, vale registrar que um documento do CFA Institute, reconhecido instituto de governança corporativa orienta os investidores a "[v]erify whether the Company prohibits the use of derivative instruments by senior executives to hedge the economic risk of ownership. If not, it could undermine the goal of awarding shares to the executives."[414] A esse respeito, cumpre registrar que 65% das companhias com remuneração baseada em ações nos Estados Unidos restringem esse tipo de operações com derivativos.[415]

As possíveis soluções para esses comportamentos oportunísticos não afastam, no entanto, a incidência das normas relativas aos deveres fiduciários dos administradores e ao abuso do poder de controle. Nas hipóteses mencionadas, observadas as características peculiares de cada caso concreto, os comportamentos oportunísticos dos administradores poderiam, portanto, ser caracterizados como quebra do dever de lealdade ou mesmo como abuso do poder de controle, nos termos dos arts. 155 e 117 da Lei nº 6.404, de 1976.

Apesar de todos esses possíveis problemas referentes a eventuais comportamentos oportunísticos dos administradores titulares de opções de compra da companhia, não nos parece que as opções de compra devem deixar de ser utilizadas.[416] Conforme mencionado,

---

[413] Cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 66.

[414] Cf. CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY – CFA INSTITUTE, *The compensation of senior executives at listed companies: a manual for investors*, December 2007, p. 16, disponível em http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n8.4932

[415] Cf. *Incentivos subvertidos*, in *Revista Capital Aberto*, nº 105, maio 2012.

[416] Vale transcrever o entendimento de J. Coffee a respeito: "[i]f stock options can create perverse incentives for managers, this does not mean that their use should be discouraged. After all, any wholesale return to cash compensation would only take us back to the era of 1960's with its bloated conglomerates", cf. J. C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, cit. (nota 27 supra), p. 47.

se bem estruturados, os planos de opção de compra podem ser instrumentos efetivos de alinhamento de interesse. Portanto, é preciso, ao invés disso, buscar soluções que possam neutralizar, ou ao menos amenizar, os incentivos perversos que as opções de compra podem gerar. A transparência certamente é uma delas.

5.11. Instrução CVM nº 480, de 2009

É verdade que alguns desses riscos e problemas acima mencionados podem ser solucionados contratualmente, ao menos em parte, por intermédio da inserção de previsões expressas no plano de opção de compra de ações, estipulando-se, por exemplo, prazos de carência mais longos e rígidos[417], ou ainda estabelecendo que o exercício das opções está condicionado à obtenção de determinados resultados (*targets*).[418] Outra possibilidade é prever que a negociação de ações oriundas de opções de compra só pode ser realizada em determinados períodos (*trading windows*). Ainda outra possibilidade é estabelecer a vedação da celebração pelos administradores de derivativos que neutralizem o risco decorrente da remuneração baseada em ações.

Enfim, há uma vasta gama de possibilidades contratuais para amenizar tais comportamentos. Parte substancial desses problemas, no entanto, exige soluções regulatórias que envolvam níveis mínimos de transparência.

Sempre houve uma preocupação com os níveis de transparência adotados pelas companhias abertas no que diz respeito às opções de compra de ações outorgadas a administradores e empregados. Normas como a Deliberação CVM nº 371, de 2000, que

---

No mesmo sentido, cf. M. C. JENSEN, K. J. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, cit. (nota 11 supra), p. 48.

[417] Sugestão semelhante, aliás, é apresentada por BEBCHUK e FRIED, cf. "[a]lthough an executive becomes entitled to options once they have vested, the compensation contract could preclude the executive from 'cashing out' the vested options – that is, from exercising the options and selling the acquired shares – for a specified period after the vesting date. Such limitation would maintain incentives for an additional period and thus avoid the need to grant new options to replace the ones that have been cashed out", cf. *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 17.

[418] Vale transcrever: "[a]nother strategy is to condition the 'vesting' of options on the firm meeting specified performance targets", cf. L. A. BEBCHUK, J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, cit. (nota 3 supra), p. 13. Segundo os autores, planos de opção de compra de ações com esse tipo de previsão visam a filtrar a parcela da valorização das ações que não guarda relação com a performance dos administradores, mas advém de simples variação da indústria e/ou de oscilação do mercado, e, por isso, seriam chamados de "*reduced windfall option plans*".

aprovou pronunciamento do IBRACON sobre a contabilização de benefícios a empregados[419] e a Instrução CVM nº 390, de 2003, que dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções, trataram da obrigatoriedade de divulgação de notas explicativas acerca do plano de opção de compra de ações instituído pela companhia.

Além disso, o art. 2º, XII, da Instrução CVM nº 358, de 2002 definiu como fato relevante a aprovação pela companhia de plano de outorga de opção de compra de ações. Paralelamente, cada administrador estará individualmente obrigado a prestar informações relativas às opções de que seja titular quando as informações forem solicitadas por acionistas titulares de mais de 5% (cinco por cento), nos termos do art. 157, § 1º, b, da Lei nº 6.404, de 1976.

No entanto, foi mais recentemente que novos dispositivos normativos manifestaram de maneira mais aguda a exigência de maiores níveis de transparência em relação à outorga de opções de compra de ações, em prol da proteção aos interesses dos acionistas. De fato, nos termos do art. 176, §5º, g, da Lei nº 6.404, de 1976,[420] com redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009, a companhia deverá divulgar como parte das notas explicativas a existência de plano de opção de compra de ações, agora como exigência constante da lei que rege as sociedades por ações.

Por sua vez, a Deliberação CVM nº 650, de 2010 aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de pagamento baseado em ações. Essa deliberação consolida o entendimento a respeito da divulgação das informações que deverão constar das notas explicativas. Essas informações deverão englobar, no mínimo, a descrição dos termos gerais do plano, a quantidade e o preço de exercício médio ponderado das opções outorgadas, exercidas, expiradas e em aberto no

[419] Cf. "[a] política de benefícios a empregados representa um elemento significativo no contexto operacional das Entidades de forma geral. É indispensável que os custos para proporcionar tais benefícios sejam apropriadamente contabilizados e que se faça a divulgação necessária nas demonstrações contábeis da Entidade patrocinadora".

[420] "Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: (...)§ 5º As notas explicativas devem (…) IV – indicar: (…) g) as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício."

período.[421] A Deliberação apresenta ainda um vasto rol de informações relativas aos pagamentos baseados em ações que devem ser divulgadas pela companhia tais como valor justo dos instrumentos outorgados (item 46), precificação e volatilidade (item 47), entre outros (itens 48 a 52 da Deliberação CVM nº 650, de 2010).

O ponto máximo dessa tendência encontra-se na Instrução CVM nº 480, de 2009, que institui a obrigatoriedade de apresentação do Formulário de Referência, nos moldes de seu art. 24, estabelecendo que tal documento deverá seguir essencialmente a forma estabelecida no respectivo anexo 24. De acordo com o art. 14 da Instrução CVM nº 480/09, a companhia deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

No que se refere especificamente ao plano de opção de compra de ações, a Instrução CVM nº 480, de 2009, exige uma detalhada lista de informações. Tais exigências dizem respeito a informações relativas não apenas a critérios mais objetivos envolvidos em sua implantação, tais como o número de ações objeto e elementos para fixação do preço de exercício, mas também a qual o caminho a ser percorrido para o alinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas.

Como visto na seção 3.13, acima, a companhia está obrigada a prestar informações mais genéricas como objetivos da política ou prática de remuneração, os indicadores de

[421] Cf. itens 44 e 45 da Deliberação CVM nº 650, de 2010: "44. A entidade deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis entender a natureza e a extensão dos acordos com pagamento baseado em ações que existiram durante o período.

45. Para tornar efetivo o cumprimento do disposto no item 44, a entidade deve divulgar, no mínimo, o que segue: (a) descrição de cada tipo de acordo com pagamento baseado em ações que vigorou em algum momento do período, incluindo, para cada acordo, os termos e condições gerais, tais como os requisitos de aquisição de direito, o prazo máximo das opções outorgadas e o método de liquidação (por exemplo, se em caixa ou em instrumentos patrimoniais). A entidade com tipos substancialmente similares de acordos com pagamento baseado em ações pode agregar essa informação, a menos que a divulgação separada para cada acordo seja necessária para atender ao princípio contido no item 44; (b) a quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ações para cada um dos seguintes grupos de opções: (i) em circulação no início do período; (ii) outorgadas durante o período; (iii) com direito prescrito durante o período; (iv) exercidas durante o período; (v) expiradas durante o período; (vi) em circulação no final do período; e (vii) exercíveis no final do período; (c) para as opções de ações exercidas durante o período, o preço médio ponderado das ações na data do exercício. Se as opções forem exercidas em base regular durante todo o período, a entidade pode, em vez disso, divulgar o preço médio ponderado das ações durante o período; (d) para as opções de ações em circulação no final do período, a faixa de preços de exercício e a média ponderada da vida contratual remanescente. Se a faixa de preços de exercício for muito ampla, as opções em circulação devem ser divididas em faixas que possuam um significado para avaliar a quantidade e o prazo em que ações adicionais possam ser emitidas e o montante em caixa que possa ser recebido por ocasião do exercício dessas opções."

desempenho, a proporção de cada elemento na remuneração total, a metodologia para cálculo dos elementos da remuneração, as razões que justificam aquela determinada composição da remuneração, como a política de remuneração adotada alinha os interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas.

Além dessas informações mais amplas, o Formulário de Referência exige especial detalhamento e informações específicas sobre a remuneração baseada em ações. Com efeito, nos termos do item 13.2.c(v) do Formulário de Referência, a companhia deve informar o total da remuneração baseada em ações, mesmo que paga em dinheiro.

De fato, o item 13.4 estabelece, em relação ao plano de remuneração baseado em ações do conselho de administração e da diretoria estatutária, em vigor no último exercício social, a necessidade de descrição de (a) termos e condições gerais; (b) principais objetivos do plano; (c) forma como o plano contribui para esses objetivos; (d) como o plano se insere na política de remuneração do emissor; (e) como o plano alinha os interesses dos administradores e do emissor a curto, médio e longo prazo; (f) número máximo de ações abrangidas; (g) número máximo de opções a serem outorgadas; (h) condições de aquisição de ações; (i) critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício; (j) critérios para fixação do prazo de exercício; (k) forma de liquidação; (l) restrições à transferência das ações; (m) critérios e eventos que, quando verificados, ocasionarão a suspensão, alteração ou extinção do plano; (n) efeitos da saída do administrador dos órgãos do emissor sobre seus direitos previstos no plano de remuneração baseado em ações.

A exigência de tamanho detalhamento tem pelo menos dois efeitos positivos. O nível de detalhamento exigido pela Instrução CVM nº 480, de 2009, certamente garante ao investidor o conhecimento de informações importantes para a tomada da decisão de investimento. Além disso, como este trabalho tem procurado demonstrar, esse nível de detalhamento tem um efeito indutor sobre a conduta das companhias no sentido de prestarem as informações de forma mais clara e precisa.

Nos termos do item 13.5 do Formulário de Referência, a companhia deve informar ainda a quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior, e outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas, emitidos pelo

emissor, seus controladores diretos ou indiretos, sociedades controladas ou sob controle comum, pelos administradores.

Considerando a possibilidade de os administradores receberem opções de compra de ações de sociedades subsidiárias, controladas ou controladoras, como visto na seção 5.9 acima, o item 13.5 permite ao investidor esquadrinhar as opções detidas pelos administradores e como essa política de outorga de opções em sociedades diferentes pode alinhar os interesses em jogo.

O item 13.6 exige a apresentação de uma tabela que contenha as seguintes informações relativas à remuneração baseada em ações reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente: (a) data de outorga; quantidade de opções outorgadas; (b) prazo para que as opções se tornem exercíveis; (c) prazo máximo para exercício das opções; (d) prazo de restrição à transferência das ações; (e) preço médio ponderado de exercício das opções em aberto, perdidas, exercidas e expiradas; (f) valor justo das opções na data de outorga; (g) diluição potencial em caso de exercício de todas as opções outorgadas.

Além de determinar a apresentação de informações como datas, prazos e preços, o item 13.6 exige que a companhia faça uma avaliação da diluição potencial em caso de exercício de todas as opções de compra outorgadas. Essa exigência é particularmente importante, porque como visto acima, nos termos do art. 171, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, não há direito de preferência na outorga e no exercício das opções.

Nos termos do item 13.7 do Formulário de Referência, a companhia deverá prestar informações sobre as opções que já podem ser exercidas e sobre aquelas que ainda não são exercíveis. Em relação às opções ainda não exercíveis, a companhia deverá informar (i) quantidade; (ii) data em que se tornarão exercíveis; (iii) prazo máximo para exercício das opções; (iv) prazo de restrição à transferência das ações; (v) preço médio ponderado de exercício; (vi) valor justo das opções no último dia do exercício social. Já em relação às opções exercíveis (i) quantidade; (ii) prazo máximo para exercício das opções; (iii) prazo de restrição à transferência das ações; (iv) preço médio ponderado de exercício; (v) valor

justo das opções no último dia do exercício social; (vi) valor justo do total das opções no último dia do exercício social

O prazo de carência é uma ferramenta importante na modelagem do plano de opções e na caracterização do alinhamento de interesses que ele pode promover. Prazos de carência muito pequenos podem encurtar o interesse que o administrador tem na companhia e reduzir os estímulos para que ele mantenha seu comprometimento e atinja as metas no longo prazo. Por isso, a segregação das informações entre opções exercíveis e não exercíveis permite ao investidor ter um panorama geral do quadro atual das opções outorgadas.

O item 13.8 exige informações sobre o preço médio ponderado de exercício das opções e de aquisição das ações. Como visto na seção 5.2 acima, a precificação das opções e ações deve ocorrer nos termos do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Mas a lei admite a aplicação de um deságio sobre esse valor e é também possível que a companhia fixe um preço superior ao valor e mercado, para reforçar o alinhamento de interesses.

Diante disso, para que o investidor possa fazer uma análise do alinhamento de interesses que a política de remuneração baseada em ações pode promover, é fundamental analisar em relação às opções informações como (i) número de ações; (ii) preço médio ponderado de exercício; e (iii) valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas; e em relação às ações, (i) número de ações; (ii) preço médio ponderado de aquisição; (iii) valor total da diferença entre o valor de aquisição e o valor de mercado das ações adquiridas.

O item 13.9 do Formulário de Referência foca na precificação das opções e ações. Considerando a obrigatoriedade de aderência ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, na fixação do preço, são de fundamental importância informações como (a) modelo de precificação; (b) dados e premissas utilizadas no modelo de precificação, incluindo o preço médio ponderado das ações, preço de exercício, volatilidade esperada, prazo de vida da opção, dividendos esperados e a taxa de juros livre de risco; (c) método utilizado e as premissas assumidas para incorporar os efeitos esperados de exercício antecipado; (d)

forma de determinação da volatilidade esperada; (e) se alguma outra característica da opção foi incorporada na mensuração de seu valor justo.

Há, portanto, uma evidente preocupação com a transparência dos planos de opção de compra de ações especialmente no que se refere aos meios pelos quais os referidos planos promoverão o alinhamento de interesses entre os acionistas e os administradores. Ao reduzir a assimetria informacional que acomete os acionistas a Instrução amplia a capacidade de supervisão e monitoramento dos investidores. Essa iniciativa da CVM representa, portanto, um importante esforço no sentido de neutralizar ou amenizar os efeitos e incentivos perversos de curto prazo que a implementação de um plano de opção de compra de ações pode gerar.

***

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo analisar a disciplina jurídica da remuneração dos administradores de sociedades anônimas a partir de três perspectivas, quais sejam: (i) a dos incentivos que as estruturas de remuneração podem gerar ao desempenho dos administradores; (ii) a dos problemas e conflitos que a remuneração pode causar, notadamente entre os acionistas controladores e os não controladores, bem como entre os administradores e os acionistas; e (iii) a das soluções que a remuneração proporciona, sobretudo ao alinhar os interesses dos administradores com os da companhia e dos acionistas.

Como o trabalho procurou demonstrar, o momento atual é oportuno para se refletir analiticamente sobre as estruturas e a disciplina legal da remuneração dos administradores por três razões recentes e fundamentais: (i) a edição da Instrução CVM nº 480, de 2009, que instaurou um novo padrão de exigências de transparência para as companhias brasileiras; (ii) o crescimento do mercado de capitais brasileiro na última década; e (iii) a dispersão da propriedade acionária já observada em algumas companhias, bem como a relação que essa dispersão trava com a remuneração dos administradores.

Diante dessa conjuntura, o capítulo 2 procurou conferir ao trabalho um panorama da discussão sobre a remuneração dos administradores nos Estados Unidos, vanguarda indisputável nas tendências remuneratórias. O capítulo parte do pressuposto de que "custos de agência" e "conflitos de interesse", embora sejam problemas enfrentados em realidades econômicas subjacentes bastante diferentes, podem ter uma raiz comum, que consiste no descontrole de poder (dos administradores, onde a propriedade acionária é dispersa, e dos controladores, onde ela é concentrada).

Partindo-se desse pressuposto, a experiência prática norte-americana que já é rica pode se tornar particularmente útil, daí a importância de analisar as tendências regulatórias naquele país. Tais tendências mostram que iniciativas governamentais adotadas no mercado americano, por mais de uma vez, geraram efeitos indesejados – para não dizer opostos aos almejados – pelos reguladores. Foi assim com a tentativa de limitar a

remuneração dedutível para fins de imposto de renda e com a tentativa de limitar o valor das cláusulas de *golden parachutes.*

Mas além das possíveis raízes coincidentes que os "problemas de agência" e os "conflitos de interesse" podem ter, a análise da experiência americana se mostra importante também pelo momento de transição com que o mercado brasileiro convive. Se a tendência de aumento da dispersão se confirmar, é possível que os investidores enfrentem desafios novos.

É possível que eles tenham que lidar, além do poder do controlador, também com o poder dos administradores, cuja influência nos processos de fixação de remuneração pode agravar os problemas de agência. Aliás, há estudos empíricos recentes demonstrando uma possível associação positiva entre aumento da dispersão acionária e incremento da remuneração dos administradores.

Nesse cenário de possíveis mudanças de desafios, ou mesmo de manutenção dos desafios atuais, mas de crescimento do mercado, rediscutir a disciplina jurídica da remuneração dos administradores pode ser bastante relevante. Para tanto, além de discutir as técnicas, os procedimentos, as formalidades e os requisitos estabelecidos pela Lei nº 6.404, de 1976, o presente trabalho procurou agregar dois componentes que tem se mostrado como tendências importantes.

O primeiro deles é a transparência das informações relativas à remuneração dos administradores. Como o trabalho procurou demonstrar, a transparência pode funcionar como um efetivo e natural mitigador da assimetria informacional entre, de um lado, controladores e administradores, e, de outro, os acionistas, aumentando a capacidade de monitoramento por parte desses últimos. Mas, mais do que isso. O estudo procura demonstrar que a transparência também pode desencadear um efeito indutor de comportamentos lícitos e adequados, e que, portanto, alinhem os interesses dos administradores, da companhia e dos acionistas.

O segundo componente é a independência. Em qualquer dos cenários – seja de propriedade acionária dispersa, seja de controle concentrado – a independência é elemento

essencial, pois veicula soluções tanto para os problemas de agência quanto para os conflitos de interesse. Por essas razões, o trabalho procurou focar atenção no comitê de remuneração, como elemento agregador de independência e redutor dos conflitos entre controladores e administradores de um lado, e acionistas de outro.

Esses componentes talvez não sejam suficientes; mas certamente serão necessários para que os investidores encarem esse possível novo desafio que à frente deles se coloca.

Os capítulos 4 e 5 procuraram rediscutir duas das modalidades remuneratórias histórica e quantitativamente mais utilizadas pelas companhias brasileiras: a participação nos lucros e a remuneração baseada em ações.

No capítulo 4, foram discutidas questões formais como conceituação, natureza, e requisitos das participações nos lucros. Para cumprir esse objetivo, analisou-se pormenorizadamente a disciplina legal da participação nos lucros, sobretudo à luz das seguintes questões: (i) o art. 152, §§ 1º e 2º, os limites impostos à participação nos lucros, os diferentes entendimentos teóricos sobre tais limites e sobre a existência de participações estatutárias e extra estatutárias; (ii) o art. 189 e o art. 190, e a base para cálculo da participação nos lucros; (iii) o art. 201, e a responsabilidade dos administradores; e (iv) a participação nos grupos societários. Em seguida, discutiram-se questões práticas como a participação com base em lucros intermediários; destituição de administrador e participação nos lucros; e o regime diferenciado das companhias com até vinte acionistas (art. 294, da Lei nº 6.404, de 1976).

O capítulo 5 cuidou dos problemas relativos à remuneração baseada em ações, especialmente as opções de compra de ações, enfatizando (i) o conceito, o funcionamento e os requisitos para a implementação de planos de opções de compra de ações; (ii) os meios que a companhias geralmente utilizam para compor o conjunto de ações com as quais remunerarão os administradores mediante a outorga de opções de compra; (iii) a exclusão do direito de preferência, nos termos do art. 171, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976. Também foram analisadas outras modalidades de remuneração baseada em ações, como os planos de ações restritas e as *phantom stock options*. O capítulo discutiu ainda aspectos da recente

Resolução CMN nº 3.921, de 2010, que trata da remuneração dos administradores de instituições financeiras.

Mas ambos os capítulos também conferiram ênfase às exigências de transparência impostas às companhias no que diz respeito à participação nos lucros e à remuneração baseada em ações. Com a exigência de divulgação das métricas utilizadas e o seu acesso pelo regulador e pelos acionistas, há uma tendências de que as modelagens adotadas sejam claras e precisas, de modo que os estímulos ao alinhamento de interesses sejam perceptíveis pelos destinatários das informações e, com isso, .mitiguem-se os incentivos perversos e comportamentos oportunísticos.

Considerando os três pontos de partida do presente trabalho, quais sejam: (i) a edição da Instrução CVM nº 480, de 2009, que instaurou um novo padrão de exigências de transparência para as companhias brasileiras; (ii) o crescimento do mercado de capitais brasileiro na última década; e (iii) a dispersão da propriedade acionária já observada em algumas companhias, bem como a relação que essa dispersão trava com a remuneração dos administradores, os próximos anos serão de fundamental importância no aprimoramento das discussões teóricas sobre o tema.

***

BIBLIOGRAFIA.

ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*, São Paulo, Saraiva, 2009.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI, *A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*, março de 2011, disponível em www.abdi.com.br.

AGRAWAL, Anup, KNOEBER, Charles, *Managerial compensation and the threat of takeover*, in *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998, pp. 219/339.

AKERLOF, George, *Labor contracts as partial gift exchange*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 97, 1982, pp. 543/569.

ALONSO, Felix Ruiz, *Dividendo e Participação de Diretoria*, in *RDM*, nº 23, 1976, pp. 167/174.

AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio, *S.A. Como era, como ficou após a Lei nº 9.457, de 5-5-1997*, São Paulo, Editora Oliveira Mendes, 1998.

ANDRADE, Maria das Graças R. P. de, *Parecer sobre participação de administradores nos lucros apurados em balanço semestral*, in *Revista da CVM*, 1984, pp. 19/21.

ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira, *Imposto de Renda das Empresas*, São Paulo, Atlas, 2009.

ARAGÃO, Paulo Cezar, *Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição*, in *RT*, nº 631, 1988, pp. 63/70.

ARAGÃO, Paulo Cezar, SOARES, Daniela, *Opções de compra de ações: uma análise da evolução do instituto no Brasil*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 157/176.

ARAÚJO CINTRA, Maria Lúcia, *Sociedade comercial; anônima; assembleia geral; representação de acionistas* (comentário a acórdão), in *RDM*, nº 43, 1981, pp. 86/94.

ARMOUR, John, HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009.

ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, São Paulo, Saraiva, 1945.

ASCARELLI, Tullio, *O empresário*, trad. port. de Fábio Konder Comparato, in *RDM*, nº 109,1998, pp. 183/189.

ASQUINI, Alberto, *I battelli del Reno*, in *Rivista delle società*, 1959, p. 617.

BAKER, George P, JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Compensation and incentives: practive vs. theory*, in *The Journal of Finance*, v. 43, 1987, pp. 593/616.

BARRETO FILHO, Oscar, *Estrutura administrativa das sociedades anônimas*, in *Revista Forense*, nº 258, 1977.

BARROSO, Luís Roberto, *CVM - invalidade do item 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480: legalidade e competências normativas - Privacidade e segurança individual*, in *Revista Semestral de Direito Empresarial*, nº 6, 2010, pp. 297/334.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., *Pay without performance: overview of the issues*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 17, nº 4, 2005.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., *Executive compensation as an agency problem*, 2003, disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=364220.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., *Stealth Compensation via Retirements Benefits*, disponível em http://ssrn.com/abstract=583861, acesso em 03.11.2009.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., *Executive Compensation at Fannie Mae: a Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, disponível em http://ssrn.com/abstract=653125.

BEBCHUK, Lucian A., FRIED, Jesse M., WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, 2002, disponível em http://ssrn.com/abstract=316590.

BEBCHUK, Lucian A., GRINSTEIN, Yaniv, *The Growth of Executive Pay*, disponível em http://ssrn.com/abstract=648682.

BEBCHUK, Lucian A., Roe, MARK J., *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, 1999, disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414.

BEBCHUK, Lucian A., GRINSTEIN, Yaniv, *Firm Expansion and CEO Pay*, disponível em http://ssrn.com/abstract=838245.

BEBCHUK, Lucian Arye, GRISTEIN, Yaniv, PEYER, Urs, *Lucky CEOs and Lucky Directors*, in *Journal of Finance*, 2010, disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=1673294.

BEBCHUK, Lucian A., COHEN, Alma, WANG, Charles C. Y., *Golden parachutes and the wealth of shareholders*, 2012, disponível em www.ssrn.com/abstract=1718488.

BEBCHUK, Lucian Arye, *Executive pay and the financial crisis*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, fevereiro de 2012, disponível em http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/02/01/executive-pay-and-the-financial-crisis/.

BEBCHUK, Lucian Arye, *How to fix bankers' pay*, 2010, disponível em http://ssrn.com/abstract=1673250.

BERLE, Adolf C., MEANS, Gardner C., *The modern corporation and private property*, New Brunswick, Transaction Publishers, 1991.

BHAGAT, Sanjai, ROMANO, Roberta, *Reforming Executive compensation: simplicity, transparency and commiting to the long term*, 2009, disponível em www.ssrn.com/abstract=1506742.

BLACK, Bernard S., *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Review*, v. 48, 2001, pp. 781 e ss.

BOITEUX, Fernando Netto, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Rio de Janeiro, Forense, 1988.

BULGARELLI, Waldirio, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978.

BULGARELLI, Waldirio, *A proteção às minorias na sociedade anônima*, São Paulo, Pioneira, 1977.

BULGARELLI, Waldirio, *Regime jurídico do conselho fiscal das S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 1998.

BULGARELLI, Waldirio, *O conselho fiscal nas companhias abertas*, São Paulo, RT, 1988.

BULGARELLI, Waldirio, *Regime Jurídico da proteção às minorias nas S/A*, Rio de Janeiro, Renovar, 1998.

BULGARELLI, Waldirio (coord.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, São Paulo, Pioneira, 1998.

BULGARELLI, Waldirio, *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias*, in *RDM*, nº50,1983, pp. 75/105.

BULGARELLI, Waldirio, *Direito de fiscalização da companhia por acionista e dever de informar da administração*, in *RT*, nº 580, 1984, pp. 58/67.

BULHÕES, Octavio Gouvêa de, *Considerações sobre o Financiamento das Empresas*, in *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 2, 1976, pp. 503 e ss.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Rio de Janeiro,Forense, 1989.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Imposto de Renda – Pessoas Jurídicas*, v. 1, Rio de Janeiro, Justec, 1979.

BURROUGH, Bryan, HELYAR, John, *Barbarians at the Gate: the fall of RJR Nabisco*, New York, Collins Business Essentials, 2005.

CALVO, Adriana, *Diretor de sociedade anônima: patrão – empregado?*, São Paulo, LTr, 2006.

CALVO, Adriana, *A natureza jurídica dos planos de opções de compra de ações no direito do trabalho* ("employee stock option plans"), in *Revista LTr*, v. 69, nº 09, 2005, pp. 1126/1130.

CAMPIGLIA, Américo Oswaldo, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978.

CAMPOS, Francisco, *Direito comercial*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1957.

CAMPOS, Virgílio, *Contrato de Trabalho do Diretor de Empresas*, in *RDM,* nº 35, 1979, pp. 71 e ss..

CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 1977.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Direito societário e mercado de capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1994.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Reforma da lei das S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 2002.

CARMO, Eduardo de Sousa, *Relações Jurídicas na Administração da S.A.*, Rio de Janeiro, Aide, 1988.

CARMO, Lie Uema do, *Gargalos da governança: a remuneração dos administradores*, artigo publicado no periódico Gazeta Mercantil, em 10 de janeiro de 2006.

CAROLI, Carla,*O regime jurídico da divulgação de informações no mercado de capitais britânico,* in *Revista Semestral de Direito Empresarial*, n.6, 2010, pp. 31/72.

CARVALHO, Gil da Costa, *Comentários aos arts. 138 a 160*, in VIDIGAL, Geraldo de Camargo, MARTINS, Ives Gandra da Silva (org.), *Comentários à lei das sociedades por ações -lei 6.404/76*, v. 4, São Paulo, Forense, 1999.

CARVALHO, Eduardo de, *Teoria e prática das sociedades por ações*, São Paulo, José Bushatsky, 1960.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 1, 3 e 4, 6ª Ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1959.

CARVALHOSA, Modesto, C*omentários à lei de sociedades anônimas*, v. 1 a 4, 5ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, *Caráter* intuitu personae *da opção de compra de ações*, in *Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 465/472.

CASTELLO BRANCO, Adriano, *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense Universitária,2007.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, *Controle Gerencial*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

CASTRO, Moema Augusta Soares de, SOUZA, Carmen Godoy Vieira de, *A obrigatoriedade da informação dos rendimentos dos administradores das companhias abertas sob o viés da análise econômica do direito:* trade-off *entre publicidade e privacidade e a eficiência da regulação*, in WALD, Arnoldo *et al.* (coord.), *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2011, pp. 465/491.

CATÃO, Marcos André Vinhas, *Tributação de* Stock Options, in *Revista Dialética de Direito Tributário*, nº 127, 2006, pp. 57/67.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder, *Administradores independentes e independências dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)*, in ADAMEK,Marcelo Vieira von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña, *O conflito de interesses do administrador de sociedade anônima: uma sugestão de alteração no enfoque do tema*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

CHEFFINS, Brian R., THOMAS, Randall S., *Regulation and the globalization (Americanization) of executive pay*, 2001, disponível em www.ssrn.com/abstract_id=321423.

CINTRA, Maria Lúcia de Araújo, *Aspectos jurídicos de bônus de subscrição*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1980.

CLARK, Robert Charles, *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986.

COELHO, Wilson do Egito, *Da responsabilidade dos administradores das sociedades por ações em face da nova lei e da lei 6.024/74*, in *RDM*, nº 40, 1980, pp. 37/49.

COFFEE JR., John C., *What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's*, 2003, disponível em http://ssrn.com/abstract_id=373581.

COMPARATO, Fábio Konder, *Ensaios e pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder, *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder, *Direito empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder, *Reflexões sobre as promessas de cessão de controle societário*, in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro,Forense, 1981, pp. 228/244.

COMPARATO, Fábio Konder, *O direito de subscrição em aumento de capital, no fideicomisso acionário*, in *RDM*, nº 40, 1980, pp. 63/78.

COMPARATO, Fábio Konder, *Exegese legal do requisito da residência no Brasil dos administradores de sociedade anônima*, in *RDM*, nº 44,1981, pp. 76/88.

COMPARATO, Fábio Konder, *Estado, empresa e função social*, in *RT*, nº 732, 1996, pp. 38/46.

COMPARATO, Fábio Konder, *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 146 e ss.

COMPARATO, Fábio Konder, *A reforma da empresa*, in *RDM*, nº 50, 1983, pp. 57 e ss..

COMPARATO, Fábio Konder, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, São Paulo, RT, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder, *Comentários às disposições transitórias da nova lei de sociedades por ações*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder, *Funções e Disfunções do Resgate Acionário*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder, *Competência privativa do conselho de administração para a designação de diretores, em companhia aberta*, in *Novos Ensaios e Pareceres de direito empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 88 e ss.

COMPARATO, Fábio Konder, *Lucros Sociais, Participações e Dividendo*, in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 148/164.

COMPARATO, Fábio Konder, *Comentários às Disposições Transitórias da Nova Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder, *O poder de controle na sociedade anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1983.

CONYON, Martin J., FERNANDES, Nuno, FERREIRA, Miguel A., MATOS, Pedro, MURPHY, Kevin J., *The executive compensation controversy: a transatlantic analysis*, 2011, disponível em http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=ics.

CONYON, Martin J., FREEMAN, Richard B., *Shared Modes of Compensation and Firm Performance: UK Evidence*, 2001, disponível em http://ssrn.com/abstract=281079.

CORREIA, Luís Brito, *Os administradores de sociedades anônimas*, Coimbra, Almedina, 1993.

CORREIA, Luís Brito, VENTURA, Raul, *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas e dos gerentes das sociedades por quotas*, Lisboa, 1970.

CRISTIANO, Romano, *Órgãos da sociedade anônima*, São Paulo, RT, 1982.

CRISTIANO, Romano, *Características e Títulos da Sociedade Anônima*, São Paulo, RT, 1981, pp. 137/140.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da, *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*, São Paulo, Quartier Latin, 2007.

DAINES, Robert, NAIR, Vinay B., KORNHAUSER, Lewis, *The good, the bad, and the lucky: CEO pay and skill*, 2005, disponível em www.ssrn.com/abstract=622223.

DAVID, Parthiban, KOCHHAR, Rahul, LEVITAS, Edward, *The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation*, in *The Academy of Management Journal*, v. 41, 1998, pp. 200/208.

DAVIES, Paul L., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7th ed., London, Sweet & Maxwell, 2003.

DIAS, Luciana Pires, *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005.

EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991.

EISENBERG, Melvin Aron, *Corporations and other business organizations: cases and materials*, 9th Ed., New York, Foundation Press, 2005.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de Capitais – regime jurídico*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson, *Conselho fiscal,* in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 2003, pp. 453 e ss..

EIZIRIK, Nelson,*Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*, in *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Rio de Janeiro,Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson,*Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*, in *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Rio de Janeiro,Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson, *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*, Rio de Janeiro,Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson, *Bônus de Subscrição. Cláusula de ajustamento do preço de exercício. Aplicação em decorrência de aumento de capital efetuado para atender a plano de opção de compra de ações*, in *Temas de Direito Societário*, Rio de Janeiro,Renovar, 2005, pp. 449/474.

EIZIRIK, Nelson, CARVALHOSA, Modesto, *A nova lei das S/A*, São Paulo,Saraiva, 2002.

ENRIQUES, Luca, HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, *The Basic Governance Structure*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009.

ENRIQUES, Luca HERTIG, Gerard, KANDA, Hideki, *Related-Party Transactions*, in R. KRAAKMAN, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009.

EUROPEAN COMISSION, *Green Paper, The EU corporate governance framework*, Brussels, 2011, disponível em http://europa.eu/documentation/official-docs/green-papers/index_en.htm.

FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration in the EU: the context for reform*, 2005, disponível em www.ssrn.com/abstract=715862.

FERREIRA, Waldemar, *Tratado de direito comercial*, v. 1 e 4 a 7, São Paulo, Saraiva, 1961.

FERREIRA, Waldemar, *Instituições de direito comercial*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1947.

FERREIRA, Waldemar, *Abuso de direito das assembleias gerais no fixarem os subsídios dos diretores das sociedades anônimas*, in *Revista de Direito Mercantil*, v. II, 1952, pp. 528/553.

FORGIONI, Paula A., MESSINA, Paulo de Lorenzo, *Sociedade por ações: jurisprudência, casos e comentários*, São Paulo, RT, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão*, in *RDM*, nº 128, 2002, pp. 225 e ss..

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.*, São Paulo, Malheiros, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleias das S.A.*, São Paulo, Malheiros, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade de deliberações conexas*, in *RDM*, nº 145, 2007, pp. 205 e ss.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Apontamentos sobre a invalidade das deliberações conexas das companhias*, in *RDM*, nº 112,1998, pp. 19/35.

FRYDMAN, Carola, JENTER, Dirk, *CEO Compensation*, 2010, disponível em http://www.nber.org/papers/w16585.pdf?new_window=1.

FUNCHAL, Jeférson de Araújo, TERRA, Paulo Renato Soares, *Executive compensation, firm performance, and corporate governance in Latin America*, artigo apresentado ao VII Encontro Brasileiro de Finanças, 2007, disponível em http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/7EBF/paper/viewFile/1827/937.

GALDI, Fernando Caio, CARVALHO, L. Nelson, *Remuneração em opções de ações: o SFAS 123 revisado*, in *Revista de Contabilidade e Finanças da Universidade de São Paulo*, setembro de 2006, pp. 23/35.

GERVAIS, Simon, HEATON, J. B., ODEAN, Terrance, *Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options*, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper nº 15-02, também disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=361200, acesso em 14 de março de 2011.

GEVURTZ, Franklin A., *Disney in a comparative light*, 2007, disponível em www.ssrn.com/abstract=965596.

GOMES, Orlando, *Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações*, in *RDM*, nº 8, 1972, pp. 11 e ss..

GOMES, Orlando, VARELA, Antunes, *Direito Econômico*, São Paulo, Saraiva, 1977.

GONÇALVES, Almir Rogério, *O Sistema Cambial Brasileiro e a Implantação de Programas de* Stock Option, in *RDM*, nº 119, 2000, pp. 142/154.

GORDON, Jeffrey N., *Executive compensation: if there's a problem, what's the remedy? The case for "compensation discussion and analysis"*, 2006, disponível em www.ssrn.com/abstract=686464.

GORGA, Érica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, 2009, disponível em http://ssrn.com/abstract=1121037.

GREENSPAN, Alan, *Stock Options and related matters*, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 17, 2002, pp. 13/16.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O Conselho Fiscal e o direito à informação,* in *RDM*, nº 45, 1982, pp. 29 e ss..

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Regime jurídico do capital autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade anônima: poder e dominação,* in *RDM*, nº 53, 1984, pp. 72 e ss..

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*, in *RDM*, nº 42, 1981, pp. 69 e ss..

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade comercial; anônima; assembleia geral; contas da administração; aprovação fraudulenta; nulidade* (comentário a acórdão), in *RDM*, nº 47, 1982, pp. 61/65.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Direito das minorias na sociedade anônima*, in *RDM*, nº 63, 1986, pp. 106/111.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre a opção de compra de ações*, in *RDM*, nº 39, 1980, pp. 226/229.

GUIMARÃES, Ruy Carneiro, *Sociedade por Ações*, v. 2 e v. 3, Rio de Janeiro, 1960.

HADDOCK, David D., MACEY, Jonathan R., *Regulation on demand: a private interest model, with application to insider trading regulation*, in *Journal of Law and Economics*, v. 30, 1987, pp. 311/352.

HAMILTON, Robert W., *The Law of Corporations*, 5th ed., West Group, 2000.

HANSMANN, Henry, *The ownership of enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 2000.

HENN, Harry G., *Law of Corporations*, West Publising, St. Paul, Minn., 1986, pp. 421/441.

HERON, Randall A., LIE, Erik, *Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants?*, 2006, disponível em http://ssrn.com/abstract=877889.

HILL, Jennifer G., *Regulating executive remuneration: international developments in the post-escandal era*, 2006, disponível em www.ssrn.com/abstract=922299.

HOPT, Klaus, trad. port. Erasmo Valladão A. e N. França e Mauro M. Ketzer, *Deveres Legais e Conduta Ética de Membros do Conselho de Administração e de Profissionais*, in *RDM*, nº 144, 2006, pp. 107/119.

IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Elizeu, GELBCKE, Ernesto Rubens, *Manual de contabilidade das sociedades por ações - aplicável às demais sociedades*, 6ª ed., São Paulo,Atlas, 2003.

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *CEO Incentives – It´s not how much you pay, but how*, in *Harvard Business Review*, may/jun., 1990.

JENSEN, Michael C., *How stock options reward managers for destroying value and what to do about it*, Negotiation, Organizations and Markets Research Paper nº 04-27, abril de 2001, disponível em www.ssrn.com/abstract=480401.

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Performance Pay and Top Management Incentives*, in *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998, também disponível em http://ssrn.com/abstract=94009, acesso em 14 de março de 2011.

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Finance Working Paper nº 44, 2004, disponível em http://ssrn.com/abstract=561305.

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Pay and top-management incentives*, in *Journal of Political Economy*, v. 98, 1990, pp. 225/264.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976.

JONES, Derek C., KATO, Takao, PLISKIN, Jeffrey, *Profit sharing and gainsharing: a review of theory, incidence and effects*, 1994, diponível em http://ssrn.com/abstract=101593.

KAPLAN, Steven N., *Executive compensation and corporate governance in the U.S.: perceptions, facts and challenges*, 2012, disponível em www.ssrn.com/abstract=2134208.

KRAAKMAN, Reiner, et. al., *The Anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, 2nd edition, New York, Oxford University Press, 2009.

KRUSE, Douglas, FREEMAN, Richard, BLASI, Joseph, *Do workers gain by sharing? Employee outcomes under employee ownership, profit sharing, and broad-based stock options*, 2008, disponível em http://ssrn.com/abstract=1231686.

KRUSE, Douglas, *Does Profit Sharing Affect Productivity*, 1993, disponível em http://ssrn.com/abstract=375304

KUMAR, Praveen, SIVARAMAKRISHNAN, K., *Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value*, in *The Review of Financial Studies*, v. 21, 2008, pp. 1371/1401.

LAFFONT, Jean-Jacques, MARTIMORT, David, *The theory of incentives – the principal-agent model*, Princeton, Princeton University Press, 2002.

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das S.A.,* Rio de Janeiro, Renovar, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão de Administração*, in *A lei das S.A.,* Rio de Janeiro, Renovar, 1992, pp. 394 e ss..

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Remuneração do conselho consultivo com participação nos lucros*, in *A lei das S.A.,* Rio de Janeiro, Renovar, 1992, pp. 606 e ss..

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.), *Direito das Companhias,* Rio de Janeiro, Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo, *Emissão de bônus de subscrição – outorga de opções de compra – distinções entre os dois institutos*, in *Temas de S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, pp. 375/380.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson, *Os desafios propostos pela governança corporativa ao direito empresarial brasileiro: ensaio de uma reflexão crítica e comparada*, São Paulo, Malheiros, 2005.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio, *Lei das Sociedades por Ações anotada*, São Paulo, Saraiva, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mercado de capitais e insider trading*, São Paulo, RT, 1982.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, São Paulo, Saraiva, 1980.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Da remuneração dos membros dos Conselhos de Administração* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, São Paulo, RT, 1989, pp. 179 e ss..

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Dividendos mínimos cumulativos e participantes,* in *RDM*, nº 111, 1998, pp. 157 e ss..

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia,* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, São Paulo, RT, 1989, pp. 198 e ss..

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, São Paulo, Obelisco, 1969.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Remuneração dos administradores,* in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, São Paulo, RT, 1989, pp. 144 e ss..

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Sociedade por ações; atos praticados por seus diretores, em razão de administração; responsabilidade daquela e destes, solidariamente, se agiram com culpa ou contrariamente aos estatutos* (comentário a acórdão), in *RDM*, nº 2, 1971, pp. 74/82.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A álea normal do contrato e o momento do exercício das opções*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 39, 2008, pp. 101/115.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Pactode Opção de Compra (*Call*) de Ações em Acordo de Acionistas*, in *Pareceres*, v. 2, São Paulo,Singular, 2004, pp. 1131/1141.

LEBOW, David, SHEINER, Louise, SLIFMAN, Larry, STARR-MCCLUER, Martha, *Recent Trends in Compensation Practices*, 1999, p. 6, disponível em http://ssrn.com/abstract=186131.

LEECH, Noyes, FREY, Alexander, CHOPER, Jesse, MORRIS, Robert, *Cases and Materials on Corporations*, Boston, Little Brown and Company, 1977, pp. 201/202.

LOBO, Jorge (coord.), *A Reforma da Lei das S.A.*, São Paulo, Atlas, 1998.

LOBO, Jorge, *Substituição dos administradores das sociedades anônimas,* in *RT*, nº 603, 1985, pp. 38/51.

LOBO, *Grupo de Sociedades*, in *RT*, nº 636, out. 1988, pp. 25 e ss.

LOBO XAVIER, Vasco da Gama, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Coimbra, Atlantida, 1976.

LODI, João Bosco, *Conselho de Administração*, São Paulo, Pioneira, 1988.

LOPES, Mauro Brandão, *S.A.: Títulos e Contratos Novos*, São Paulo, RT, 1978, pp. 86/87.

LUCENA, José Waldecy, *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, v. 1 e 2, Rio de Janeiro, Renovar, 2009.

MACEY, Jonathan R., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, Princeton University Press, 2010.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos de, *A nova lei das sociedades por ações comentada*, V. II, Rio de Janeiro, Livraria Freitas Bastos, p. 705.

MARCHI, Eduardo César Silveira, *Guia de metodologia jurídica: teses, monografias e artigos*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009.

MARCONDES, Sylvio, *Conflito de interesses entre a sociedade e seu administrador*, in *Problemas de direito mercantil*, São Paulo, Max Limonad, 1970.

MARCONDES, Sylvio, *Questões de direito mercantil*, São Paulo, Saraiva, 1977.

MARION, José Carlos, *Contabilidade empresarial,* 13ª ed., Atlas, São Paulo, 2007.

MAROTE, Carla Lobo Olim, *Participação dos empregados no capital da empresa: opção de compra de ações*, Dissertação de Mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2003.

MARTINS, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 1978.

MARTINS, Fran, *Direito societário: estudos e pareceres*, Rio de Janeiro, Forense, 1984.

MARTINS, Fran, *Novos estudos de direito societário (sociedades anônimas e sociedades por quotas)*, São Paulo, Saraiva, 1988.

MARTINS, Ives Gandra da Silva, *Distribuição disfarçada de lucros*, in *RDP*, n. 26, 1973.

MARTINS, Sérgio Pinto, *Natureza do stock options no direito do trabalho*, in *Repertório IOB de Jurisprudência,*n. 16, agosto de 2001.

MEHRAN, Hamid, *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, in *Journal of Financial Economics*, v. 38, 1995, pp. 163/184.

MORELLI, Denis, *Os órgãos técnicos e consultivos das sociedades anônimas*, Dissertação de Mestrado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012.

MORGAN, Angela, POULSEN, Annette, WOLF, Jack, *The Evolution of Shareholder Voting for Executive Compensation Schemes*, in *12 Journal of Corporate Finance*, 2006, pp. 715/737.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), *Direito societário – desafios atuais*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 119/155.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, ROBERT, Bruno, *A lei n. 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório*, in WARDE JÚNIOR, Walfrido (coord.), *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*, São Paulo, Quartier Latin, 2009.

MURPHY, Kevin J., *Executive Compensation,* 1998, disponível em http://ssrn.com/abstract=163914.

MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options,* in *University of Chicago Law Review*, V. 69, n. 3, 2002, pp. 847/869.

MURPHY, Kevin J., *Corporate performance and managerial remuneration – an empirical analysis*, in *Journal of Accounting and Economics*, v. 7, 1985, pp. 11/42.

MURPHY, Kevin J., *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, 2011, disponível em http://ssrn.com/abstract=1916358.

MURPHY, Kevin J., SANDINO, Tatiana, *Executive Pay and "Independent" Compensation Consultants*, 2009, disponível em http://ssrn.com/abstract=1148991.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *A utilização desleal de informações privilegiadas – insider trading – no Brasil e nos Estados Unidos*, in *RDM*, n. 34, 1979, pp. 31/51.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *Eleição em separado de membro do conselho de administração (exegese do art. 141, § 5º, da Lei 6.404/76)*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

NERILO, Lucíola Fabrete Lopes, *Responsabilidade civil dos administradores nas sociedades por ações*, Curitiba, Juruá, 2001.

NEVES, Vanessa Ramalhete Santos, *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas*, Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2002.

NUNES, Pedro Caetano, *Responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas*, Coimbra, Almedina, 2001.

OLSON, Mancur, *The logic of collective action – Public goods and the theory of groups*, Cambridge, Harvard University Press, 1971.

OYER, Paul, *Why do firms use incentives that have no incentive effects?*, 2000, disponível em http://ssrn.com/abstract=237917.

PACHECO, José da Silva, *Tratado de Direito Empresarial, Sociedades Anônimas e Valores Mobiliários*, São Paulo, Saraiva, 1977.

PAES, Paulo Roberto Tavares, *Responsabilidade dos administradores de sociedades*, 2ª ed., São Paulo, RT, 1997.

PALEPU, Krishna, HEALY, Paul M., *The Fall of Enron*, 2003, disponível em www.ssrn.com/abstract=417840.

PARENTE, Flávia, *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Rio de Janeiro, Renovar, 2005.

PAULIN, Luiz Alfredo, *Administrador de fato nas sociedades por ações*, in *RDM*, n. 130, 2003, pp. 102/118.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1988.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Sociedades de economia mista, empresas públicas e estatais; inexistência de limites a remuneração de seus administradores e empregados em*

face da nova constituição, in *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados São Paulo*, v.74, São Paulo, 1990, pp. 37/58.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *As sociedades de economia mista e as empresas estatais perante a Constituição Federal de 1988*, in *RDM*, n. 73,1989, pp. 5/21.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Sociedade anônima: acionista controlador* (comentário a acórdão), in *RDM*, n. 83,1991, pp. 99/116.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Notas sobre a nomeação dos administradores nas sociedades anônimas*, in *RT*, n. 553, 1981, pp. 58/67.

PERES, Antonio Galvão, *A natureza jurídica dos planos de opção de compra de ações para altos funcionários*, in *Revista Amatra*, 2001.

PINTO, Marcos Barbosa, *Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras*, Dissertação de Mestrado apresentada na Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2011.

PIRES, Gudesteu, *Manual das sociedades anônimas*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1942.

PONTES, Aloysio Lopes, *Sociedades anônimas*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1954.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de direito privado*, t. 5, 3ª ed., RT, São Paulo, 1984.

PRADO, Viviane Muller, *Grupos Societários: análise do modelo da Lei 6.404/76*, in *Revista Direito GV*, v. 2, jun./dez. 2005, pp. 5 e ss.

PRADO, Viviane Muller, *Conflito de interesses nos grupos societários*, São Paulo, Quartier Latin, 2006.

PROENÇA, José Marcelo Martins, *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2005.

RAMOS, Maria Elisabete Gomes, *A responsabilidade de membros da administração*, in *Problemas do direito das sociedades*, Coimbra, Almedina, 2002.

RATHENAU, Walter, *Do sistema acionário: uma análise negocial*, trad. LAUTENSCHLEGER JR., Nilson, in *RDM*, nº 128, out./dez., 2002, pp. 199 e ss.

REQUIÃO, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, v. 2, 29ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2012.

REZENDE, Cesar Vieira de, *Participação dos Administradores nos Lucros e Dividendos Obrigatórios*, in *RDM,* n. 27, 1978, pp. 27 e ss..

RIBEIRO, Renato Ventura, *Dever de diligência dos administradores de sociedades*, São Paulo, Quartier Latin, 2006.

RIZZO, Valdo Cestari de, ALMEIDA, Marco La Rosa de, *Do direito do acionista à informação em companhias abertas e fechadas*, in ADAMEK, Marcelo Viera von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

ROBERT, Bruno, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S.A., Apuração, Declaração e Pagamento*, São Paulo, Quartier Latin, 2011.

ROBORTELLA, Luiz Carlos Amorim, *Plano de compra de ações (stock options) mantido por grupo multinacional e concedido a alto executivo*, in *Revista de Direito do Trabalho*, n. 101, São Paulo, 2001.

ROCHA, João Luiz Coelho da, *Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades*, Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2005.

ROCHA, Tatiana Nogueira da, *Fundos de investimento e o papel do administrador*, São Paulo, Textonovo, 2003.

ROE, Mark J., *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton, Princeton University Press, 1994.

ROMANO, Roberta, *Foundations of Corporate Law*, 2nd ed., New York, Foundation Press, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Sociedade anônima: interesse público e privado* in *RDM,* nº 127, 2002, pp. 7 e ss..

SALOMÃO FILHO, Calixto, *A sociedade unipessoal*, São Paulo, Malheiros, 1995.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Conflito de interesses: a oportunidade perdida*, in LOBO, Jorge (coord.), *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2002.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio de, *Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

SAMPAIO DE LACERDA, J. C., *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978.

SANTERRE, Rexford E., NEUN, Stephen P., *Stock dispersion and executive compensation*, in *The Review of Economics and Statistics*, v. 68, 1986, pp. 685/687.

SANTOS, Aline de Menezes, *Reflexões sobre a governança corporativa*, in *RDM*, n. 130, 2003, pp. 180/206.

SCHOUERI, Luís Eduardo, *Distribuição disfarçada de lucros*, São Paulo, Dialética, 1996.

SILVA, Antônio Angarita, *Remuneração de diretores nas sociedades anônimas*, in *Revista de Administração de Empresas*, v. 1, nº 1, mai/ago, 1961, pp. 93/104.

SILVA, Luciana Aboim Machado Gonçalves da, *Employee Stock Options*, in *Revista IOB Trabalhista e Previdenciária*, n. 199, 2006, pp. 109/119.

SILVA, Alexandre Couto, *Responsabilidade dos administradores de S/A – Business judgement rule*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

SILVA, José Manoel da, *Alienação e distribuição disfarçada de lucros*, in *RDM*, n. 18, 1975.

SOUZA JR., Francisco Satiro, *Regime jurídico das opções negociadas em bolsa de valores*, Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002.

STUBER, Walter Douglas, *As novas regras para divulgação e uso de informações sobre atos ou fatos relevantes relativos às companhias abertas brasileiras*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 16, 2002, pp. 263/268.

STUBER, Walter Douglas, *A negociação com opções por companhia aberta*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 23, 2004, pp. 394/396.

SZTAJN, Rachel, *Contrato de sociedade e formas societárias*, São Paulo, Saraiva, 1989.

SZTAJN, Rachel, MELLO FRANCO, Vera Helena de, *Manual de direito comercial*, São Paulo, RT, 2005.

SZTAJN, Rachel, *Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas*, in *RDM,* n. 105, 1997, pp. 53/69.

TAVARES BORBA, José Edwaldo, *Direito societário*, 8ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2003.

TAVARES BORBA, José Edwaldo, *Opção de compra de ações*, in *Temas de Direito Comercial*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, pp. 83/98.

TAVARES BORBA, José Edwaldo, *Lei nº 9.457/97, A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Lumen Juris, 1998.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1 e 2, São Paulo, José Bushatsky, 1979.

THOMAS, Randall S., MARTIN, Kenneth J., *The effect of shareholder proposals on executive compensation*, in *University of Cincinnati Law Review*, v. 67, 1999, pp. 1021/1081.

TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *O conselho de administração na sociedade anônima*, 2ª ed., São Paulo, Atlas, 1999.

TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações quanto á disciplina da administração das companhias,* in LOBO, Jorge (coord.), *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2002.

VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 1 e 2, Rio de Janeiro, Forense, 1941.

VAMPRÉ, Spencer, *Tratado elementar de direito comercial*, Rio de Janeiro, F. Briguet & Cia., 1922.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Malheiros, 2006.

VIVANTE, Cesare, *Trattato di diritto commerciale*, 5ª ed, Milão, Francesco Vallardi, 1929.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira, *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*, São Paulo, Saraiva, 2009.

YAZBEK, Otavio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

YERMACK, David, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, 1996, NYU Working Paper nº FIN-96-041, também disponível em http://ssrn.com/abstract=1298306, acesso em 14 de março de 2011.

XAVIER, Alberto, *Administradores de Sociedades*, São Paulo, RT, 1979.

WALD, Arnoldo, *Da responsabilidade individual dos diretores de sociedades anônimas nos campos civil e penal*, in *Estudos e pareceres de Direito Comercial*, São Paulo, RT, 1979.

WALD, Arnoldo, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de Direito Comercial*, São Paulo, RT, 1972, pp. 209 e ss..

WALD, Arnoldo, *Sociedade anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes*, in *RT*, n. 630, 1988, pp. 9/19.

WALD, Arnoldo, *A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 99,__, pp. 105/120.

WALD, Arnoldo, *Da responsabilidade dos membros do Conselho de Administração no regime da Lei 6.024/74*, in *RDM*, n. 70, 1988, pp. 5/14.

WALD, Arnoldo, *O governo das empresas*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 15, 2002, pp. 53/78.

WALD, Arnoldo, *Caracterização do grupo econômico de fato e suas consequências quanto à remuneração dos dirigentes de suas diversas sociedades componentes*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 25, jul. 2004, pp. 145 e ss.

WIEDEMANN, Herbert, *Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas*, trad. port. de Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek, in ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros, 2011.

ZAITZ, Daniela, *Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas e por quotas de responsabilidade limitas*, in *RT*, n. 740, 1997, pp. 11/52.

WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G. (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Nova Iorque, Oxford University Press, 1991.

***