

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

ADRIANE CRISTINA DOS SANTOS DE ALMEIDA

REMUNERAÇÃO DE CONSELHEIROS DE
ADMINISTRAÇÃO NO BRASIL: UM ESTUDO COM
AS EMPRESAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA
BM&FBOVESPA

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

SÃO PAULO
2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

ADRIANE CRISTINA DOS SANTOS DE ALMEIDA

REMUNERAÇÃO DE CONSELHEIROS DE
ADMINISTRAÇÃO NO BRASIL: UM ESTUDO COM
AS EMPRESAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA
BM&FBOVESPA

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas sob a orientação do Prof^a. Dra. Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos.

SÃO PAULO
2012

Almeida, Adriane Cristina dos Santos de.

Remuneração dos administradores: um estudo com as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa. / Adriane Cristina dos Santos de Almeida. São Paulo, SP: PUC-SP, 2012.

110p.

Orientadora: Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos

Dissertação (Mestrado) - PUC-SP. Pós-Graduação em Administração de Empresas.

1. Governança corporativa. 2. Conselho de administração. 3. Conselheiro. 4. Remuneração. I. Santos, Neusa Maria Bastos Fernandes dos. II. PUC-SP. Pós-Graduação em Administração de Empresas. III. Título.

BANCA EXAMINADORA

Dedico este trabalho:

Aos meus pais, Marlene e Salomão, que me transmitiram
o valor da busca pelo conhecimento

Aos meus filhos, Maria Lúcia e Pedro, as pessoas mais
interessantes deste mundo

A meu companheiro, Ricardo

AGRADECIMENTOS

A minha orientadora, Prof^a Neusa Maria Bastos, pela orientação e parceria.

A Heloísa Bedicks, pelo seu incentivo profissional e pessoal.

Aos Professores Joaquim Rubens e José Luiz Munhós, pelas discussões, leituras e indicações.

Aos colegas do Centro de Conhecimento do IBGC, especialmente os pesquisadores Luiz Dalla Martha, Leonardo Palhuca e André Oliveira pelas sugestões de leitura e ajuda com pesquisas e busca de dados. A Ana Paula Iervolino cuja colaboração nos momentos finais foi inestimável.

Aos membros do IBGC, especialmente Carlos E. Lessa Brandão, Gilberto Mifano, Sandra Guerra, Marta Viegas, Gisélia da Silva, Paulo Vasconcellos, e os Profs. Ricardo Leal e Alexandre Di Miceli pelas sugestões de leitura, informações, discussões e apoio.

Ao IBGC, pela cessão da base de dados.

Aos entrevistados, por sua sinceridade e riquíssimas contribuições.

Às “primas” Paula, pela grande ajuda com a coleta dos dados, e Mariana, por suas contribuições.

À Patrícia Oda, nova amiga, pela ajuda com dados, discussões, leituras e apoio.

A todos que contribuíram de alguma forma com este trabalho.

Ao Ricardo, pela compreensão, orientação carinhosa e precisa e esforço diário para eu que pudesse completar este trabalho.

Aos meus filhos, Maria Lúcia e Pedro, por seu carinho, fonte inesgotável de energia. A meus pais, irmãos, familiares e amigos pelo apoio, colaboração, compreensão e incentivo.

RESUMO

Esta dissertação tem como principal objetivo traçar um panorama da remuneração de conselheiros de administração no Brasil. Dada a escassez de literatura a respeito da remuneração de conselheiros de administração no país, foi realizada uma pesquisa qualitativa que consistiu em uma série de entrevistas buscando compreender o modelo brasileiro de remuneração de conselheiros. Para identificação das principais formas de remuneração atualmente praticadas, foi realizada uma pesquisa quantitativa com base em uma amostra de 165 companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa e analisados dados de remuneração referentes ao ano de 2010, utilizando-se estatísticas descritivas. A partir das 35 empresas desta amostra que praticam remuneração variável ou baseada em ações para conselheiros, foi realizado estudo mais detalhado sobre os tipos de incentivo oferecidos aos conselheiros, as políticas de remuneração e as métricas utilizadas como parâmetro de definição da remuneração. Também se buscou analisar se a remuneração baseada em desempenho dos conselheiros de administração segue os mesmos parâmetros da diretoria. Conclui-se que a remuneração dos conselheiros de administração para esta amostra é, sobretudo fixa, devido ao controle acionário concentrado no Brasil, em que o acionista encontra-se próximo ao dia-a-dia da empresa, com reduzida necessidade de incentivo aos conselheiros, que se atém aos papéis de aconselhamento e monitoramento. A remuneração baseada em incentivos para executivos é muito mais disseminada do que para conselheiros e não se verificou estímulo, através da remuneração, ao alinhamento excessivo entre conselheiros e executivos. Todavia, nas empresas em que a remuneração baseada em desempenho é mais disseminada para os conselheiros, ainda há grande participação de remuneração baseada no curto prazo.

Palavras-chave: governança corporativa, conselho de administração, remuneração

ABSTRACT

The objective of this research is to map director's compensation in Brazil. Given that literature about board compensation is scarce in the country, a qualitative study was realized, consisting of several interviews with directors aiming to understand the Brazilian compensation framework. In order to identify the main compensation structures currently adopted, a quantitative study was realized with 165 companies listed in the special listing segments of corporate governance levels at BM&FBovespa, using compensation data from the year of 2010. Descriptive statistics was used in this analysis. From the 35 companies in this sample that pay incentives to directors, a deeper study was realized, about the types of incentives to directors, compensation policies and main metrics used to set compensation. This study also analyzed if director's compensation was given in the same parameters as those for executives. The study concluded that director's compensation for this sample is based exclusively on fixed remuneration as a consequence of Brazilian model of concentrated ownership control, in which shareholder is close to daily activities. In this model, directors focus mainly in monitoring and consulting roles, without much need to be incentivated. Remuneration based in performance is more disseminated for executives than for directors. No excessive alignment between directors and executives was verified. However, within the companies with more incentive-based remuneration, the short-term compensation incentives is more frequent.

Key words: corporate governance, board of directors, remuneration.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Remuneração nos códigos de GC no Brasil e no mundo	32
QUADRO 2 - Fatores motivadores para conselheiros segundo literatura	36
QUADRO 3 - Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBovespa	52
QUADRO 4 - Empresas que praticam remuneração variável ou baseada em ações para o conselho de administração	54
QUADRO 5 - Diferenças entre nomenclatura da CVM e utilizada neste trabalho	56

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 -	Número de empresas por segmento de negociação	52
TABELA 2 -	Número de empresas por segmento de negociação (dados válidos) .	53
TABELA 3 -	Número de empresas por tipo de controle	53
TABELA 4 -	Distribuição da amostra por faixas de faturamento.....	53
TABELA 5 -	Número de membros do CA por níveis diferenciados de GC	53
TABELA 6 -	Número de empresas com conselho fiscal (CF) instalado.....	53
TABELA 7 -	Companhias com sobreposição de cargos (presidente do conselho e presidente-executivo).....	54
TABELA 8 -	Questão 2 (n=10):.....	62
TABELA 9 -	Questão 3 (n=10):.....	63
TABELA 10 -	Questão 4 (n=10):.....	64
TABELA 11 -	Questão 5 (n=10):.....	64
TABELA 12 -	Número de empresas por tipo de remuneração	65
TABELA 13 -	Distribuição do montante recebido, para empresas que pagam incentivos	67
TABELA 14 -	Montante da remuneração dos conselheiros de acordo com as formas de pagamento	69
TABELA 15 -	Empresas por tipo de remuneração nos níveis diferenciados de GC (unidades e percentual da amostra).....	70
TABELA 16 -	Remuneração dos conselheiros no Novo Mercado	71
TABELA 17 -	Remuneração dos conselheiros no Nível 2	71
TABELA 18 -	Remuneração dos conselheiros no Nível 1	72
TABELA 19 -	Distribuição de frequências de acordo com o tipo de controle (unidades e percentual da amostra)	74
TABELA 20 -	Distribuição do montante recebido pelos diversos tipos de controle...	75
TABELA 21 -	Média de remuneração por tipo de controle	76
TABELA 22 -	Distribuição de frequências de acordo com as faixas de faturamento	77
TABELA 23 -	Remuneração por ordem de faturamento.....	78
TABELA 24 -	Distribuição de frequências de acordo com o setor de atuação.....	79
TABELA 25 -	Distribuição das empresas da amostra por faixa de número de membros do conselho de administração.....	80
TABELA 26 -	Remuneração dos conselheiros de companhias em que existe sobreposição entre presidente do conselho e presidente executivo.....	81
TABELA 27 -	Proporção de empresas com incentivo de acordo com acúmulo de posições de PCA e PE.....	81
TABELA 28 -	Distribuição dos conselhos por número de independentes.....	81
TABELA 29 -	Transparência da remuneração de conselheiros e diretores	82
TABELA 30 -	Características da remuneração de conselheiros.....	83
TABELA 31 -	Remuneração dos Comitês do Conselho	87
TABELA 32 -	Objetivo da política de remuneração	89
TABELA 33 -	Parâmetros considerados na remuneração.....	90
TABELA 34 -	Métricas para remuneração variável dos administradores.....	90
TABELA 35 -	Tipos de remuneração para diretoria e conselheiros.....	92
TABELA 36 -	Comparação entre percentual de remuneração fixa do conselho e da diretoria	93
TABELA 37 -	Diferenças de Incentivos entre diretores e conselheiros de acordo com o FR	94

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CA:	Conselho de Administração
CF:	Conselho Fiscal
Código do IBGC:	Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
FR:	Formulário de Referência
GC:	Governança Corporativa
IBGC:	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
N1:	Nível 1
N2:	Nível 2
Níveis diferenciados de GC:	Segmentos especiais de listagem, ou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de São Paulo, BMF&Bovespa
NM:	Novo Mercado
OCDE:	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PCA:	Presidente do Conselho de Administração
PE:	Presidente Executivo
PLR:	Participação nos lucros e resultados
SEC:	Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	Problema central de pesquisa.....	17
1.2	Questões de pesquisa	18
1.3	Objetivos	18
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1	Teoria do agente-principal	19
2.2	O papel do conselho de administração.....	22
2.3	Remuneração como incentivo para a governança corporativa	25
2.4	Remuneração de conselheiros de administração	29
2.4.1	Motivações dos conselheiros	35
2.4.2	Diferenças de motivação para conselheiros em países com controle societário definido	37
2.4.3	Incentivos aos conselheiros decorrentes da remuneração variável.....	38
2.4.4	Remuneração variável baseada em opções de ações.....	40
2.4.5	Remuneração de conselheiros de administração no Brasil	44
2.4.5.1	O papel do conselho de administração no Brasil	44
2.4.6	A remuneração de conselheiros de administração nas companhias abertas brasileiras	46
2.4.7	A transparência da remuneração de conselheiros nas companhias abertas brasileiras	47
3	METODOLOGIA.....	49
3.1	Tipo de Estudo.....	49
3.1.1	Pesquisa qualitativa.....	49
3.1.2	Pesquisa quantitativa	50
3.1.2.1	Descrição da remuneração de conselheiros de administração das empresas listadas nos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa.....	50
3.1.2.2	Descrição da estrutura de remuneração dos conselheiros que recebem remuneração variável ou baseada em ações.....	51
3.2	Amostra	51
3.2.1	Pesquisa qualitativa.....	51
3.2.2	Pesquisa quantitativa	51
3.3	Procedimento de análise dos dados	55
3.3.1	Pesquisa qualitativa.....	55
3.3.2	Pesquisa quantitativa	56
3.3.2.1	Descrição da forma de remuneração dos conselheiros de administração	56
3.3.2.2	Descrição da estrutura de remuneração dos conselheiros que recebem remuneração variável ou baseada em ações.....	58
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	60
4.1	Resultados das entrevistas.....	60
4.2	Descrição dos tipos de remuneração paga aos conselheiros de administração.....	65
4.2.1	Frequência de cada tipo de remuneração	65
4.2.2	Relevância dos valores de cada tipo de remuneração.....	67
4.2.3	Remuneração de acordo com os níveis diferenciados de GC	70
4.2.4	Remuneração de conselheiros por tipo de controle societário	73
4.2.5	Remuneração de conselheiros por faixas de faturamento	77
4.2.6	Remuneração de conselheiros por setor de atuação	79
4.2.7	Remuneração de conselheiros e práticas de governança corporativa	80
4.2.7.1	Tamanho dos conselhos de administração	80
4.2.7.2	Sobreposição dos cargos e presidente da empresa e presidente do conselho de administração.....	80

4.2.7.3	Presença de conselheiros independentes.....	81
4.3	Descrição da estrutura de incentivos para os conselheiros de administração	81
4.3.1	Análise do cumprimento das informações solicitadas pelo FR.....	82
4.3.2	Características da remuneração de conselheiros de administração.....	83
4.3.3	Remuneração dos comitês do conselho de administração.....	87
4.3.4	Métricas da remuneração variável para conselheiros	88
4.3.5	Relação entre a remuneração variável dos conselheiros e dos executivos da mesma empresa.....	92
4.3.6	Características da remuneração de diretores em relação aos conselheiros	92
4.3.7	Características da remuneração de diretores em relação aos conselheiros (mesmas empresas)	93
	considerações finais	96
	REFERÊNCIAS	99
	APÊNDICE I	106
	APÊNDICE II	107
	ANEXO I - Legislação sobre o Conselho de Administração de companhias abertas no Brasil	108

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 nos Estados Unidos trouxe a discussão sobre o papel dos conselhos para novos níveis, notadamente porque a governança dos bancos foi falha em várias regiões do mundo. Com isso, pode-se esperar muito mais debates sobre conselhos de administração a partir desta crise, e se a remuneração dos conselheiros está adequada e mesmo se foi este um dos fatores que causaram a crise (HAHN; LASFER, 2010).

A crise ocasionada pela falência da Enron, na primeira década do século XXI, levantou a discussão sobre a remuneração de executivos excessiva e o papel do conselho de administração no monitoramento da gestão, algumas vezes falho em definir adequadamente a remuneração da gestão e em monitorá-la.

O advento de códigos de governança corporativa (GC), como o Combined Code inglês (2003), e a lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, aumentou o peso da responsabilidade por fraude e informação enganosa sobre os conselheiros não executivos, tidos como os guardiões da governança, uma vez que os conselheiros executivos são considerados naturalmente em conflito de interesse. Esse aumento de responsabilidades levantou a questão de como os conselheiros não executivos deveriam ser remunerados devido aos maiores deveres legais pelos quais são responsáveis (HAHN; LASFER, 2010).

Surgiram, então, diversos trabalhos na literatura norte-americana sobre a remuneração de executivos e de conselheiros e quais os incentivos destes para exercer da melhor forma o seu papel (YERMACK, 2004; MINNICK e ZHAO, 2009; ZEGHAL e ELLEUCH, 2011).

A remuneração dos conselheiros nos Estados Unidos, outrora marcada por opções de ações (*stock options*), com vistas a alinhar o interesse dos conselheiros aos dos acionistas, passou a ser cada vez mais determinada em ações ou de forma fixa, incentivando o papel de monitoramento do conselho. Passou-se a evitar problemas do excessivo alinhamento entre conselheiros e executivos que pudessem levar a ações como manipulação ou

maquiagem de resultados, *backdating*¹ no exercício de opções e remuneração excessiva ou baseada no curto prazo (MINNICK; ZHAO, 2009).

De acordo com Hahn e Lasfer (2010), além de a remuneração de conselheiros externos ser omitida pelas recomendações dos códigos de governança, a literatura acadêmica sobre o tema é também bastante escassa.

No Brasil o tema é novo. Apesar de a crise de 2008 também ter afetado a credibilidade dos conselhos no Brasil, em virtude de aparentes falhas de monitoramento como no caso das empresas Sadia e Aracruz, não foi o montante ou a forma da remuneração o tema de discussão. No caso brasileiro, o assunto remuneração chamou a atenção pela exigência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em divulgar a remuneração de conselheiros e executivos por meio da Instrução Normativa CVM n.º 480². A base de dados acerca da remuneração era exígua até 2010, quando foi instituída a referida instrução que obrigou a divulgação detalhada da remuneração dos conselheiros e diretores estatutários das companhias abertas brasileiras. Com isso, abriu-se uma fonte de dados inestimável para se estudar o modelo de remuneração de conselheiros no Brasil.

Pouco se discutiu em pesquisa acadêmica sobre conselhos de administração no Brasil e menos ainda, sobre a remuneração dos conselheiros. Trabalhos de destaque sobre o tema conselho de administração, na literatura brasileira nos últimos anos, abordaram assuntos mais ligados sua a formação e funcionamento, sem, todavia, abordar a remuneração dos conselheiros.

Dutra e Saito (2002) analisaram a autonomia dos conselheiros em relação à independência ao acionista controlador, observando o perfil de conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bolsa

¹ Backdating: significa definir o preço de exercício das opções de ações com preço baixo, a partir de informações que permitam saber com antecedência que o preço estará baixo no período

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 15 maio 2012.

de São Paulo em 1999 e concluíram que os conselhos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores.

Em 2010, Black, Carvalho e Gorga publicaram artigo analisando a governança corporativa no Brasil em uma amostra de 116 empresas colhida em 2005. Os autores constataram que muitas empresas apresentavam conselhos de administração pequenos, compostos praticamente por membros internos ou representantes das famílias, que mesmo as grandes empresas não têm conselheiros independentes e que os processos formais dos conselhos são limitados.

Silveira e Saito (2008), em um estudo qualitativo e profundo sobre a governança no Brasil, apontam recomendações para várias práticas de governança no país. Entre os desafios remanescentes para os conselhos de administração no Brasil estão: a redefinição do conceito de conselheiro independente, o aumento do número de conselheiros independentes, a validade do papel do conselheiro de administração que está em vários conselhos ao mesmo tempo (conselheiros muito ocupados), o relacionamento entre conselheiros, acionistas e gestores e o desenvolvimento de mecanismos de avaliação do conselho.

Em seu estudo de 2009, Azevedo, a partir da teoria, lista os papéis do conselho de administração, como de controle, direcionamento e prestação de serviços e verifica o grau de exercício destes na realidade de companhias listadas brasileiras. Como resultado, obtém que o papel de controle predomina nos conselhos estudados, sendo o papel de direcionamento também relevante e, o papel de serviço o menos relevante.

Oliva e Albuquerque (2007) publicaram um dos poucos trabalhos brasileiros abordando em mais detalhes a remuneração de conselheiros e executivos como suporte à estrutura de governança, buscando verificar se existe alinhamento entre o sistema de remuneração de executivos e conselheiros e a estrutura de governança corporativa.

O universo dos conselhos está inexplorado no Brasil, segundo Azevedo (2009), que recomenda investigações sobre as estruturas teóricas que desvendem a dinâmica dos conselhos e abordem seu funcionamento.

Recomenda ainda o estudo de aspectos motivacionais individuais, tanto pecuniários quanto não pecuniários.

A partir da nova base de dados da CVM, que apresenta os valores pagos para os blocos de conselheiros e diretores, bem como métricas e incentivos da remuneração, tornou-se possível mapear as principais formas de remuneração dos conselheiros. Dada a importância do tema para a governança corporativa, em que a remuneração é vista como uma das melhores formas de incentivo para que conselheiros e gestores estejam alinhados aos acionistas, este trabalho visa mapear e analisar como são remunerados os conselheiros de administração em companhias abertas brasileiras.

A relevância deste trabalho está, portanto, em descrever o perfil de remuneração dos conselheiros no Brasil.

1.1 Problema central de pesquisa

O conselho de administração, como principal componente do sistema de governança, tem o papel de orientar e supervisionar a relação da gestão com as partes interessadas, recebendo poderes dos sócios e a eles prestando contas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009). A forma como os conselheiros de administração são levados a exercerem seu papel pela remuneração é relevante para entender o modelo de governança corporativa de um país. Nos Estados Unidos, a remuneração baseada em resultados para os conselheiros de administração atinge entre 81% e 98% das empresas, de acordo com as diferentes classes de tamanho (NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS, 2011), enquanto no Brasil, menos de 25% dos conselhos das 165 empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa³ (níveis diferenciados de GC) praticam remuneração baseada em desempenho. Dessa forma, esta pesquisa busca

^{3 3} BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 maio 2012.

mapear a remuneração dos conselheiros de administração no Brasil e analisar as formas de incentivo via remuneração a estes oferecidas.

1.2 Questões de pesquisa

- a) Quais as formas de remuneração dos conselheiros de administração no Brasil?
- b) Nas empresas em que há remuneração baseada em incentivos para os conselheiros, esta apresenta as mesmas características da remuneração dos executivos?
- c) Qual a estrutura de remuneração para os conselheiros que recebem algum tipo de remuneração baseada em incentivos?

1.3 Objetivos

O objetivo geral deste estudo é investigar a remuneração de conselheiros de administração no Brasil, traçando um panorama a partir de uma amostra de empresas de capital aberto.

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- Identificar as formas de remuneração dos conselheiros de administração no Brasil, destacando a distribuição de remuneração fixa, remuneração variável e baseada em ações;
- Entre as empresas que atribuem remuneração baseada em resultados para conselheiros de administração, comparar os tipos de incentivo pagos a conselheiros e executivos;
- Entre as empresas que atribuem remuneração baseada em resultados para conselheiros, descrever a estrutura de remuneração, incluindo: existência ou não de comitê de remuneração, políticas de remuneração e métricas para a remuneração em bônus ou ações.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A base teórica deste trabalho engloba a definição dos seguintes conceitos: a Teoria do agente-principal – que discute a delegação de poder dos principais (acionistas) para os agentes (gestores) –, a definição da missão do conselho de administração e o papel da remuneração como incentivo para os agentes da governança corporativa e mais especificamente, os conselheiros de administração.

2.1 Teoria do agente-principal

A Teoria do agente-principal consiste na separação de papéis entre os agentes, que são os tomadores de decisão, e os principais, que são os sócios, os quais confiam suas decisões a terceiros. Essa relação pode ser definida como um contrato entre agentes e principais, em que os últimos delegam poderes aos primeiros. Como nem sempre o agente atua em prol do melhor interesse do principal, ocorre um conflito denominado problema do agente-principal, ou problema de agência (SILVEIRA, 2011).

Tida como a teoria mais aceita para discutir a temática da governança, a teoria do agente-principal iniciou-se com discussões de Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e consolidou-se com o trabalho seminal de Jensen e Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, de 1976 (SILVEIRA, 2011).

A teoria da estrutura de propriedade, que consolidou a teoria de agência por meio do trabalho de Jensen e Meckling publicado em 1976, ainda apresentava a ideia do sócio-gestor presente nos primeiros trabalhos sobre o tema. Nesse modelo, o conflito de agência aparece no momento em que o sócio-gestor deixa de ser o único acionista e seu direito sobre os resultados diminuem, encorajando-o a apropriar-se de recursos da companhia pelo aumento do consumo próprio (*perquisites*).

A partir do trabalho de Eugene Fama, de 1980, *Agency problems and the Theory of the firm*, passou-se a analisar o problema das corporações modernas dado pela separação entre a propriedade e o controle, admitindo-se que os acionistas (*security holders*) diversificam seu risco e não têm interesse na gestão, até então atribuída aos empreendedores. Fama separa, assim, os dois atributos dos empreendedores: gestão e tomada de risco.

O trabalho de Fama (1980) também destacou que mecanismos de controle eficientes são incorporados às empresas em virtude da competição com outras organizações e que os gestores são monitorados pelo próprio mercado, em sua tendência a consumir acima do estabelecido em seu contrato de trabalho. Para Fama, o salário do gestor não é afetado imediatamente por seu desempenho, porém sua reputação o é, o que pode influenciar seu reconhecimento no mercado e, conseqüentemente, seu futuro salário. Assim, o gestor é mais impactado do que o acionista pelo sucesso da firma. O referido estudo conclui que os problemas de incentivo aos gestores são resolvidos pelo ajuste *ex post* do salário, considerando-se o desempenho passado do profissional.

Em 1983, Fama e Jensen ampliaram a discussão de separação entre propriedade e controle, aprofundando-se na distinção da função da tomada de risco e da tomada de decisão. Nas organizações em que essas duas decisões são independentes, defendem, há necessidade da separação da tomada de decisão, inerente aos gestores, e do controle da decisão, inerente ao conselho de administração.

O problema de agência, como levantado por Fama em 1980, é mais acentuado em empresas listadas em bolsa com controle pulverizado, comuns na realidade americana. Nesse modelo, os executivos costumam ter muito poder discricionário porque os donos, dispersos, não conseguem monitorar e dirigir as atividades desses gestores, o que gera os problemas de agência (BEBCHUK; FRIED, 2004).

A separação entre propriedade e gestão nas empresas de controle pulverizado implica muitas vezes na divergência entre os interesses dos gestores e acionistas. Como os gestores têm o custo inteiro do seu esforço,

mas não se beneficiam totalmente das vantagens geradas para a empresa, tendem a se esforçar menos do que poderiam. Por outro lado, favorecem-se totalmente de benefícios decorrentes da atividade que consomem, mas não incorrem na totalidade desse custo, e, portanto, são incentivados a consumir demasiadamente. Assim, os interesses privados dos gestores podem distorcer as decisões de negócio. São exemplos desse posicionamento do gestor: incentivo a projetos que aumentam seu prestígio, determinação do padrão de sua remuneração, dificuldade em aceitar *downsizings*, retenção demasiada de caixa em momentos em que não há projetos com retorno satisfatório, e os recursos poderiam ser distribuídos aos acionistas, falha em tomar decisões que lhe são pessoalmente custosas, recusa de operações de fusões e aquisições que poderiam custar sua posição ou mesmo tomar atitudes que criem seu encastelamento (BEBCHUK; FRIED, 2004).

Administrar os conflitos de agência requer que se incorra em custos. Jensen e Meckling (1976) discutem esses custos como uma decorrência do fato de que se o agente e o principal maximizarem suas próprias utilidades, o agente não atuará no melhor interesse do principal, e como isso é frequente nas relações de agência, sempre haverá custos de monitoramento e alguma divergência entre a decisão do agente e aquela que maximizaria o bem-estar do principal. Os custos de agência podem ser medidos, assim, como o dólar-equivalente da redução de riqueza incorrida pelo principal. Para os autores, os custos de agência são a soma dos gastos de monitoramento do agente pelo principal (pura observação dos interesses e criação de ferramentas de controle), gastos de adaptação pelo agente e gastos residuais. Para Bebchuck, em seu livro *Pay without performance*, os custos de agência têm a dimensão da redução no valor agregado da companhia devido a condutas ineficientes dos gestores, que reduzem o valor da empresa (BEBCHUK; FRIED, 2004).

Para minimizar os custos de agência, o principal pode limitar as divergências do agente por meio de incentivos e monitoramento. Jensen e Meckling, em seu estudo de 1976, citam as formas de alterar as oportunidades dos gestores de capturar benefícios não pecuniários e alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, quais sejam, entre outros:

- Auditoria;

- Sistemas de controles formais;
- Restrições orçamentárias;
- Sistemas de remuneração.

Esses mecanismos podem ser complementados com a existência do conselho de administração, a divulgação de informações periódicas, a presença de um mercado de aquisições hostis e de um mercado de trabalho competitivo (SILVEIRA, 2011).

Grande parte da teoria de agência baseou-se na forma de propriedade pulverizada característica dos países anglo-saxões. Nos países de propriedade concentrada, o conflito emerge entre acionistas controladores e minoritários (LA PORTA et al., 1999). O principal conflito decorre do efeito entrincheiramento, em que os acionistas controladores buscam benefícios privados de controle (SILVEIRA, 2011).

A teoria do agente-principal concentra-se prioritariamente na relação entre acionistas e gestores, tendo-se o conselho de administração como um dos instrumentos de monitoramento da gestão, em nome do acionista. Bruce e Buck (1996), porém, defendem que o problema de agência também ocorre entre conselho e acionista porque pode haver alinhamento excessivo entre conselheiro e gestor. Para reduzir esses custos, são estabelecidos contratos de incentivos que relacionam a remuneração do conselheiro ao acionista.

2.2 O papel do conselho de administração

O conselho de administração é um órgão com poder de direcionar e monitorar os negócios da empresa, o qual está situado entre os acionistas e os executivos, responsáveis pela condução cotidiana dos negócios.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o conselho de administração, como principal componente do sistema de governança, tem o papel de orientar e supervisionar a relação da gestão com as partes interessadas, recebendo poderes dos sócios e a eles prestando contas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009).

Na realidade norte-americana, grande fonte de literatura a respeito do tema, os conselhos de administração estão muito relacionados à propriedade dispersa.

Os conselhos de administração existem quando os proprietários, fonte de autoridade da empresa, são muito numerosos para dirigir e controlar a empresa por si. Assim, o conselho age como o fator de ligação entre proprietários e administradores, dirigindo e controlando a empresa em nome daqueles (CARVER; OLIVER, 2002).

O conselho de administração tem um dever fiduciário com a empresa e seus acionistas, e espera-se que tenha incentivo para servir os acionistas, uma vez que em não o fazendo, pode ser substituído em assembleia. Desse modo, supõe-se, pela teoria de agência, que o problema decorrente da separação entre propriedade e gestão deve ser endereçado pelo conselho de administração, em seu papel de supervisionar e monitorar os executivos, determinados pela lei como os últimos responsáveis pela direção dos negócios das companhias. Ainda que os conselheiros não estejam no dia a dia dos negócios, seu poder de intervir quando necessário deve inibir os executivos em adotar políticas de autobenefício, que causariam o custo de agência. Esse poder inclui contratar e demitir os executivos, monitorar seu desempenho, revisar operações de fusões e aquisições, entre outras ações (BEBCHUK; FRIED, 2004).

A teoria de agência atribui um importante papel ao conselho no alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. O conselho é considerado uma forma de controle criada pelos sócios, que dispersos, não podem controlar diretamente os gestores.

Para Fama (1980), o conselho é uma instituição direcionada pelo mercado, e o principal mecanismo de monitoramento interno do nexo de contratos que é uma empresa, acompanhando de perto os principais tomadores de decisão e oferecendo uma forma de controle de baixo custo, em relação à alternativa de tomadas de controle hostis.

Em seu trabalho, Fama e Jensen (1983, p.11) aprofundam a discussão da separação entre propriedade e controle:

Nearly complete separation and specialization of decision control and residual risk bearing is common in large open corporations and financial mutuals where most of the diffuse residual claimants are not qualified for roles in the decision process and thus delegate their decision control rights to other agents. When residual claimants have no role in decision control, we expect to observe separation of the management and control of important decisions at all levels of the organization⁴.

Para os autores, nas situações em que as atividades das organizações são muito complexas, ou que os acionistas⁵ (*residual claimants*) estão dispersos, o sistema de decisão resultante deve separar a tomada de decisão do controle da decisão. Isto é, uma forma eficiente para minimizar os conflitos de agência é a separação entre a tomada de decisão (iniciação e implementação) e o controle das decisões (ratificação e monitoramento). A tomada de decisão é atribuição da gestão e o controle, do conselho de administração. Dessa forma, os conselhos podem, em geral, contratar, demitir, remunerar os altos executivos e ratificar e monitorar decisões importantes (FAMA; JENSEN,1983).

Em trabalho mais atual, Hahn e Lasfer (2010, p.590) definem o papel esperado do conselho, resumido em três perspectivas, quais sejam, controle da gestão, participação das decisões estratégicas e provisão de recursos estratégicos, tangíveis e intangíveis:

In general, there are three main functions that are conventionally attributed to the board of directors: the agency/control role stipulates that the board monitors the behaviour of the management on behalf of the shareholders; the strategic decision and policy support role considers that the board offers input to decisions on strategic direction, through the expertise, wisdom, and information of its members; the resource acquirer role views the directors as a way of identifying and acquiring tangible and intangible resources on behalf of the firm. The former role includes protecting and assuring the integrity of the audit function, remunerating management and the board of directors itself, and the recruitment of new management and other board members,

⁴ Tradução livre: A separação quase completa e a especialização do controle de decisão e risco residual é comum em grandes empresas abertas e sociedades financeiras mútuas onde a maior parte dos reclamantes difusos e residuais não é qualificada para cargos no processo de decisão e, portanto, delegam seus direitos de controle de decisão a outros agentes. Quando os reclamantes residuais não possuem um papel no controle decisório, devemos notar a separação do gestão e do controle sobre decisões importantes em todos os níveis da empresa

⁵ “Residual claimants” são as últimas partes interessadas a receberem seu capital investido em uma empresa. Na ausência de melhor tradução, traduziremos o termo como “acionistas” que na prática são as últimas partes interessadas a receber o capital investido.

while the remaining two relate to advisory and external contacts prerogatives.⁶

O mandato do conselho de administração varia de acordo com a regulação de cada país. Em linhas gerais, nos países de direito germânico (*common law*), os conselhos servem aos acionistas, enquanto no direito romano (*code law*), servem às partes interessadas. Independentemente do mandato recebido pelo conselho, o papel de monitoramento está sempre presente (MUSLU, 2004).

2.3 Remuneração como incentivo para a governança corporativa

Andrade e Rossetti (2004) relacionam a remuneração à redução dos custos de agência e ao alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. Esse alinhamento, segundo os autores, passa pela vinculação da remuneração ao desempenho da organização, por meio de bonificações, atreladas ao desempenho de curto prazo e opções de compra de ações, vinculadas ao desempenho de longo prazo.

Outros autores também indicam a remuneração como forma de minimizar os conflitos de agência. Silveira (2011) aponta que, enquanto a remuneração fixa, sem vinculação ao desempenho, pode induzir a um comportamento avesso ao risco, a remuneração excessivamente baseada em resultados de curto prazo pode incentivar a demasiada tomada de riscos.

Os dois principais mecanismos para reduzir os custos de agência, propostos pela teoria de agência são o monitoramento e os incentivos, entre os quais se sobressai a remuneração.

Jensen e Meckling (1976) oferecem como solução ao problema entre agentes e acionistas, visando reduzir a aversão dos gestores ao risco, o estabelecimento de sistemas de incentivo por meio da remuneração.

⁶ Tradução livre: Em geral, há três funções principais que normalmente são atribuídas ao conselho de administração: o papel da agência/controlador estipula que o conselho monitore o comportamento da gerência em nome dos acionistas; os cargos de decisão estratégica e suporte às políticas consideram que o conselho oferece apoio para as decisões sobre a direção estratégica através da sua experiência, sabedoria e as informações de seus membros, e os cargos de adquirente de recursos vê os diretores como uma forma de identificar e adquirir recursos tangíveis e intangíveis em nome da empresa. O primeiro cargo inclui a proteção e a garantia da integridade da função de auditoria, da remuneração da gerência e do conselho de administração, e do recrutamento de gerentes novos e outros membros do conselho, enquanto os outros dois estão relacionadas às prerrogativas de contatos consultivos e externos.

Jensen e Murphy (1990, p.226) destacam a importância, para a teoria de agência, da remuneração no alinhamento de interesse entre acionistas e executivos como forma de superar a assimetria de informações entre esses dois agentes:

Managerial actions and investment opportunities are not, however, perfectly observable by shareholders; indeed, shareholders do not often know what actions the CEO can take or which of these actions will increase shareholder wealth. In these situations, agency theory predicts that compensation policy will be designed to give the manager incentives to select and implement actions that increase shareholder wealth.⁷

Em sua análise sobre o que denomina “a história oficial”, Bebchuk e Fried (2004) resumem a visão sobre remuneração e alinhamento de interesses desde a obra precursora de Berle e Means (1932), *The modern corporation and private property*, destacando os seguintes pontos:

- Um modelo de remuneração que procure maximizar o valor para o acionista deve, em primeiro lugar, oferecer valor que atraia e mantenha o executivo na posição, ou seja, deve ser igual ou superar as alternativas disponíveis;
- O contrato de remuneração eficiente deve ligar pagamento a desempenho, para oferecer ao executivo os devidos incentivos, sendo um importante mecanismo para reduzir custos de agência;
- O pagamento em função do desempenho, como o último não depende exclusivamente do executivo, é menos valioso para os gestores do que a remuneração fixa, pois existe risco embutido. Como o executivo é naturalmente avesso ao risco, a remuneração baseada em desempenho é menos valiosa para ele, o que leva a um aumento na sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho.;
- Como o conselho não tem tempo nem informação para monitorar todas as ações dos executivos e verificar se estas beneficiam o acionista, pode

⁷ Tradução livre: As ações gerenciais e as oportunidades de investimento não são, entretanto, totalmente visíveis aos acionistas; na verdade, os acionistas nem sempre sabem quais ações o CEO pode adotar, ou quais dessas ações poderá aumentar o patrimônio do acionista. Nessas situações, a teoria da agência prevê que uma política de remuneração seja criada para oferecer incentivos para que o administrador seleccione e implemente ações que aumentem o patrimônio do acionista

incentivar o presidente-executivo (PE) por intermédio de um pacto de remuneração que favoreça ações para agregar valor ao acionista. Se o pacote for bem desenhado, pode reduzir sensivelmente os custos de agência, melhorar o desempenho e os resultados para o acionista.

Conyon (2006) apresenta essa visão da remuneração de executivos, descrita por Bebchuk e Fried, ligada à teoria de agência, como a Teoria contratual de pagamento de executivos (*Contract approach to executive pay*). Nessa definição, o contrato reduz o oportunismo da gestão e motiva o presidente-executivo por meio de opções de ações. Esse contrato não é necessariamente ótimo, mas o melhor possível para evitar a má conduta da gestão. Finalmente, o contrato não elimina os custos de agência, mas avalia os benefícios de estabelecê-lo em relação aos custos de implementá-lo.

A contraposição a essa teoria é a Visão do poder gerencial (*The managerial power view*), apresentada por Bebchuck e Fried (2004), na qual o conselho de administração e o comitê de remuneração estão alinhados com o presidente-executivo e concordam com a remuneração excessiva, definindo contratos que não interessam aos acionistas e gerando um pagamento excessivo em relação ao que seria necessário para reter o presidente-executivo. Apesar de o presidente-executivo poder ser constrangido em seus abusos pelo mercado, o que afeta sua reputação, essas pressões não são suficientes para inibir os desvios em relação ao que seria um contrato ótimo para os acionistas (CONYON, 2006).

Conyon, Bebchuck e Fried criticam o modelo americano de remuneração de executivos, que, além de influenciado por estes não representa incentivo para alinhamento aos acionistas. A remuneração de curto prazo (bônus), por exemplo, não está ligada ao desempenho individual e sim ao desempenho da empresa, cujos resultados são influenciados por fatores como bons momentos setoriais.

Os autores também questionam a capacidade do conselho em definir a remuneração dos executivos, uma vez que os conselheiros têm vários interesses em permanecer no cargo, quais sejam:

- Benefícios financeiros e não financeiros: remuneração, benefícios indiretos, prestígio e conexões sociais;
- Nos Estados Unidos, por exemplo, ainda há participação dos executivos na seleção dos conselheiros, o que causa constrangimento dos selecionados na hora de definir o salário do executivo;
- Conselheiros interconectados (*Board interlocking*), que dificulta ao conselheiro (conselheiro A) aprovar a remuneração do principal executivo (PE B) que é conselheiro (conselheiro B) na empresa em que o "conselheiro A" é o principal executivo (PE A). Além disso, elencam diversas motivações aos conselheiros em aceitar modelos de remuneração que favoreçam o presidente-executivo e outros executivos sêniores:
 - Amizade com presidente-executivo ou dependência deste para ser introduzido e aceito no conselho de administração;
 - Os conselheiros que definem a remuneração costumam ser colegas do presidente no conselho, e, muitas vezes, o presidente-executivo é o presidente do conselho;
 - Conselheiros tendem a confiar no presidente-executivo para a tomada de decisões, o que dificulta a negociação de salário, em função da relação de respeito;
 - Dissonância cognitiva: como os comitês de remuneração costumam ser formados por ex-executivos, estes tendem a considerar que os benefícios que tiveram quando eram executivos devem ser mantidos.

Em artigo de 2006, Conyon estuda a composição da remuneração de presidentes e diretores corporativos em uma base de dados conhecida com ExecuComp, analisando entre 1.153 e 1.799 empresas americanas durante o período de 1993 a 2003. Nesse estudo observou-se que: i) o valor do pagamento total anual cresceu à taxa de 7% para o presidente e demais executivos; ii) nesse período, o salário fixo teve uma proporção menos relevante, o bônus permaneceu em proporção constante (20%) e as ações e opções tiveram sua participação aumentada. Os resultados encontrados

mostram uma tendência ao aumento do incentivo aos gestores, em linha com que preconiza a teoria de agência.

Entretanto, Conyon (2006, p.32) contrapõe as vantagens das opções de ações aos riscos que essa prática de incentivo pode trazer:

One problem with stock options and other forms of incentive pay is not that they provide too few incentives, but that they may lead to unintended consequences. It is well known that incentives can bring about behavior by the agent that was unanticipated by the principal.⁸

Depois da análise de vários estudos, levantaram-se alguns riscos provenientes do pagamento de incentivos, como o de o executivo buscar desempenho no negócio em que receberá a remuneração variável (caso atue em vários negócios, tenderá a deixar desatendido aquele que não estiver em sua meta de remuneração variável) ou de a remuneração por incentivo encorajar condutas oportunistas pelos gestores. Exemplos são a manipulação de resultados e medidas de desempenho ou mesmo fraudes.

2.4 Remuneração de conselheiros de administração

Enquanto a remuneração do presidente da empresa tem atraído muita atenção na literatura, os efeitos da remuneração sobre os conselheiros têm apresentado menos discussão. Isso se deve ao fato de os estudos trazerem uma perspectiva instrumental em que os conselhos são vistos como um mecanismo para monitorar os executivos e ocasionalmente dar orientação estratégica ou apresentam os conselheiros independentes como defensores dos interesses dos acionistas.

A remuneração dos conselheiros costumava ser tratada como recompensa e não como forma de incentivo, na tradicional teoria de agência. Assim, muito se discutiu sobre oferecer remuneração baseada em ações para conselheiros, por exemplo. No entanto, conselheiros não são simplesmente agentes capazes de monitorar a gestão, mas que agem também em seu

⁸ Tradução livre: Um problema das opções de compra de ações e outras formas de pagamento de incentivos não é que elas oferecem incentivos muito pequenos, mas que elas podem gerar consequências não previstas. Sabe-se bem que os incentivos podem gerar comportamentos pelo agente que não foram antecipados pelo contratante.

próprio interesse e têm seus motivos para agir como membros de conselhos. (DEUTSCH et al., 2010)

Diferentemente dos executivos que têm toda sua remuneração atrelada à sua atividade na empresa, o conselheiro de administração compõe sua remuneração por diversas fontes de receita (YERMACK, 2004), seja como executivo em outra empresa, seja como conselheiro em várias empresas, entre outras atividades.

A discussão sobre se os conselheiros devem ser remunerados com vistas a serem incentivados ou se devem ser recompensados por seu papel de monitoramento está presente em diversos trabalhos.

Até a crise de 2008, a literatura norte-americana sempre viu com bons olhos os incentivos em opções de ações, ou ações, para os conselheiros, como forma de alinhá-los aos interesses dos acionistas e assim melhor monitorar os executivos. Apenas estudos mais recentes questionam se a remuneração atrelada a opções de ações – desenhada para incentivar os executivos à tomada de risco – poderia incentivar demasiadamente a tomada de risco pelos conselheiros.

No fim dos anos 1980, as empresas norte-americanas passaram a remunerar os conselheiros por ações ou opções de ações, ligando a recompensa ao desempenho. Em consequência, há diversas pesquisas da década passada que examinam se ações ou opções aos diretores aumentam o incentivo ao desempenho, e outras que analisam a inclinação à tomada de maior risco (YERMACK, 2004).

Houve também o efeito da tributação, a partir de 1994, sobre o aumento da remuneração em ações para os conselheiros de administração, incentivando o pagamento em opções de ações ou aprovado em comitê de remuneração composto apenas por conselheiros independentes:

[...] publicly traded corporations have not been permitted to deduct pay in excess of \$1 million annually per executive unless the excess compensation either consists of options or is based on the achievement of performance goals that have been established by a

compensation committee composed solely of independent directors (BEBCHUK; FRIED, 2004, p. 24).⁹

No fim da década de 1990, no entanto, houve uma queda no pagamento de opções de ações, em direção ao aumento de pagamento em ações nas empresas norte-americanas (NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS, 2011).

Essa tendência de queda também foi observada por Yermack (2004), o qual afirma que, em 2006, a IBM norte-americana anunciou que deixaria de oferecer opções de ações a conselheiros externos e passaria a remunerá-los em dinheiro ou ações. Outras empresas também mudaram suas práticas na sequência, e essa aversão pode sinalizar que ao invés de incentivar os conselheiros a monitorar os executivos, essa prática pode levar a conflitos de agência (MUSLU, 2004).

Em resumo, as etapas das características da remuneração de conselheiros seguiram esta ordem cronológica:

- Anos 1980: remuneração apenas fixa;
- Anos 1990: com a desregulamentação dos mercados, o incentivo por meio da tributação aumentou a remuneração em ações;
- Anos 2000: a preocupação com incentivo demasiado ao risco levou à redução da parcela variável.

A remuneração de conselheiros difere dos padrões da remuneração dos executivos, uma vez que não segue, como se deveria esperar, a lei da oferta e demanda. Segundo Hahn e Lasfer (2010), a teoria acerca da seleção de conselheiros é clara sobre esse mercado não ser um mercado aberto, em que oferta e demanda determinam o patamar de remuneração.

Harford (2003) faz três considerações acerca do mercado de conselheiros: pode ser considerado um mercado nacional, em que aqueles com maior experiência e reputação recebem o maior número de conselhos; nos

⁹ Tradução livre: [...] as empresas de capital aberto não podem deduzir pagamentos de mais de US\$1 milhão por ano e por executivo, a menos que a remuneração adicional seja composta de opções de compra de ações ou baseada na conquista das metas de desempenho estabelecidas por um comitê de remuneração composto apenas por diretores independentes (BEBCHUK; FRIED, 2004, p. 24)

casos em que o presidente-executivo seleciona os conselheiros, pode estar procurando conselheiros passivos, com reputação de lealdade à gestão; é um mercado determinado pelo *networking*.

No Brasil, a principal recomendação com relação à remuneração de conselheiros está descrita no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (Código do IBGC, p. 40):

Os conselheiros devem ser adequadamente remunerados, considerando o mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade. Contudo, as estruturas de incentivo da remuneração do Conselho devem ser diferentes daquelas empregadas para a gestão, dada a natureza distinta destas duas instâncias da organização. A remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o Conselho (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009).

Vários códigos de governança no mundo também abordam com cautela a remuneração dos conselheiros de administração. No quadro a seguir podemos ver as principais recomendações.

QUADRO 1 - Remuneração nos códigos de GC no Brasil e no mundo

Documento sobre práticas de GC	Recomendações sobre remuneração de conselheiros
Princípios de Governança Corporativa Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)	<p>Os acionistas devem poder opinar sobre a política de remuneração dos membros do conselho de administração e principais executivos.</p> <p>A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser divulgada para que os investidores possam avaliar, em função do desempenho da empresa, os custos e benefícios dos planos de remuneração e as contribuições para regimes de incentivos, como opções de ações (<i>stock options</i>);</p> <p>Ajustar a remuneração dos CA aos interesses a longo prazo da empresa e dos seus acionistas;</p> <p>Criação de uma comissão de remuneração composta por conselheiros independentes para aprovar elaborar e aprovar a política de remuneração e evitar conflitos de interesses.</p>

<p>UK Corporate Governance Code</p>	<p>Os níveis de remuneração de diretores não executivos devem refletir o comprometimento ao longo do tempo e as responsabilidades do cargo.</p> <p>A remuneração de diretores não executivos não deve incluir opções de compra de ações ou outros elementos relacionados ao desempenho. Caso, excepcionalmente, opções de compra de ações sejam outorgadas, a aprovação dos acionistas deve ser solicitada antecipadamente, e as ações adquiridas pelo uso das opções devem ser mantidas por pelo menos um ano após o diretor não-executivo deixar o conselho;</p> <p>A posse de opções de compra de ações pode ser relevante para determinar a independência de um diretor não-executivo;</p> <p>O presidente do conselho deve garantir que a empresa mantém o contato adequado com seus principais acionistas a respeito de remuneração;</p> <p>O conselho, ou, nos casos indicados pelo Contrato Social, os acionistas, devem determinar a remuneração dos diretores não-executivos de acordo com os limites estipulados no Contrato Social;</p> <p>Nos casos permitidos pelo Contrato Social, o conselho poderá delegar essa responsabilidade a um comitê, que pode incluir o CEO.</p>
<p>King Code III</p>	<p>O presidente do conselho e outros conselheiros não executivos não devem receber opções de compra de ações ou outros incentivos voltados para o preço da ação ou desempenho da empresa.</p>
<p>Código de Governança Corporativa PREVI</p>	<p>O montante global de remuneração dos membros do Conselho de Administração será fixado pela Assembleia Geral que os eleger e não deverá ser inferior, para cada membro em exercício, a 10% da que for atribuída ao Presidente da companhia, não computados benefícios, verbas de representação e participação nos lucros daquele executivo.</p> <p>A remuneração variável deve ser determinada à luz de metas e objetivos. Deve-se considerar no cálculo a quantidade de subsidiárias e afiliadas, o porte da companhia e a complexidade das suas operações, realizando comparações com empresas equivalentes.</p> <p>Deverão ser divulgados a política e o valor da remuneração global dos Conselhos e da Diretoria Executiva, que inclua a remuneração variável e os planos de opções de compra de ações. Os níveis de remuneração deverão ser adequados para atrair e reter os melhores conselheiros e diretores, atentando-se para as práticas de mercado.</p>
<p>Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas (Abrasca)</p>	<p>O conselho de administração deve zelar para que os planos de incentivo de longo prazo lastreados ou referenciados em ações, tais como planos de opção de compra de ações ou similares, tenham critérios de elegibilidade, aquisição de direitos (<i>vesting</i>), preço, prazo e condições de exercício, estabelecidos de forma a promover o alinhamento dos participantes desse plano aos interesses de longo prazo dos acionistas;</p> <p>As pessoas que controlam o processo decisório da estrutura de remuneração e incentivos não devem ser também responsáveis pela sua fiscalização;</p> <p>É recomendável que o conselho de administração aprove formalmente uma política de remuneração de diretores e conselheiros de administração e que institua um comitê de remuneração.</p>
<p>Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC</p>	<p>Os conselheiros devem ser adequadamente remunerados, considerando o mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade;</p> <p>As estruturas de incentivo da remuneração do Conselho devem ser diferentes daquelas empregadas para a gestão, dada a natureza distinta destas duas instâncias da organização;</p> <p>A remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o</p>

	<p>Conselho;</p> <p>As organizações devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos conselheiros de administração, incluindo os eventuais incentivos de longo prazo pagos em ações ou nelas referenciados. Devem ser levados em conta os custos e os riscos envolvidos nesses programas e a eventual diluição de participação acionária dos sócios;</p> <p>O acesso do conselheiro a uma eventual parcela da remuneração em ações ou nelas referenciada só deve ser permitido em prazo superior ao definido para os gestores.</p> <p>Os valores e a política de remuneração dos conselheiros devem ser propostos pelo Conselho e encaminhados para aprovação da assembleia;</p> <p>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;</p> <p>A remuneração dos conselheiros deve ser divulgada individualmente ou, ao menos, em bloco separado daquele relativo à remuneração da gestão.</p>
--	--

Fonte: Códigos de Governança¹⁰, elaborado pelo autor.

Recomendam ajustar a remuneração do conselheiro aos interesses de longo prazo da companhia os princípios de GC da OCDE e o código do IBGC. Opõem-se claramente à remuneração baseada em desempenho ou ações o UK Code Inglês e o Sul Africano King Code III. Mencionam que a remuneração do conselheiro deve considerar responsabilidades e comprometimento de tempo o UK Code, e o código do IBGC. Preocupam-se com transparência os princípios da OCDE, o código do IBGC, UK Code e o código da Previ.

Entre os códigos brasileiros, o código do IBGC possui recomendações mais completas, enquanto o código da Previ preocupa-se em determinar um patamar mínimo de remuneração para o conselheiro e ligar a remuneração baseada em incentivos a objetivos e métricas. O Código da

¹⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 27 fev. 2012.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL (PREVI). Disponível em: <http://www.previ.com.br>. Acesso em 20 dez. 2011.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS (ABRASCA). Disponível em: <http://www.abrasca.org.br>. Acesso em 15 mar. 2012.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em 20 dez. 2011.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC). Disponível em: <http://www.frc.org.uk>. Acesso em 20 dez. 2011.

THE SOUTH AFRICAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (SAICA). Disponível em: <http://www.Saica.co.za>. Acesso em 20 dez. 2011.

Abrasca preocupa-se com o processo de determinação da remuneração com aprovação formal da política de remuneração e separação entre determinação e controle da remuneração. Nenhum dos documentos brasileiros opõe-se à remuneração com base em desempenho.

2.4.1 Motivações dos conselheiros

A literatura mais vasta sobre motivação dos conselheiros de administração refere-se à realidade norte-americana, em que o controle é pulverizado e os conselheiros são externos – na maioria das vezes ligados aos executivos –, independentes ou internos (os próprios executivos). No Brasil, a realidade é de conselheiros acionistas controladores, conselheiros externos (na maioria das vezes ligados aos acionistas controladores), independentes ou internos (os próprios executivos).

Nos Estados Unidos, o papel de direcionamento e monitoramento é tratado na literatura como pertencente aos conselheiros externos e independentes (os chamados conselheiros não executivos ou *non-executive directors*), e estes são os conselheiros analisados na literatura sobre remuneração. Assim, neste estudo, utiliza-se a literatura norte-americana como base, sempre discutindo as motivações dos conselheiros que não fazem parte da gestão e também não são acionistas.

Nas referências sobre o tema, a remuneração é vista como um fator relevante na motivação dos conselheiros, porém não tida como a principal.

A teoria de agência pouco discute que o conselheiro possa ter seus próprios interesses. Destaca-se a visão de Fama e Jensen (1988), para quem o principal interesse dos conselheiros é desenvolver uma reputação como especialistas em controle. Defendem o caso em que grande parte dos conselheiros é composta por executivos das empresas que, portanto, por meio de suas posições como conselheiros podem agir como especialistas em gerenciar decisões, entendem a separação entre controle e decisão e estão aptos a trabalhar com sistemas de controle de decisão impostos pelo conselho.

Fama e Jensen (1998) atribuem ainda à remuneração uma forma de sinalização do conselho ao mercado, afirmando que os sinais emitidos pelo conselho são críveis quando a remuneração é baixa.

Há diversos estudos mais atuais, os quais consideram que os conselheiros têm suas próprias motivações:

Apesar de ter o papel de garantir que os interesses dos acionistas superem os dos gestores, os conselheiros podem ter seus próprios incentivos conflitantes com seu papel de representantes dos acionistas (HARFORD, 2003).

Deutsch et al. (2010) afirmam que o presidente-executivo e os conselheiros externos devem ser vistos como inter-relacionados e agentes automotivados, sugerindo que as preferências de risco desses dois agentes sejam levadas em conta.

O trabalho conduzido por Yermack (2004) quantificou a motivação dos conselheiros de administração. Estudando os incentivos ao desempenho dos conselheiros pela análise de 734 conselheiros de empresas da *Fortune 500*, entre 1994 e 1996, observou que existe evidência significativa de que remuneração, risco de ser demitido (*turnover*) e oportunidades de obter novos assentos em conselho são fatores que motivam conselheiros a apresentar melhor desempenho. Segundo esse estudo, salário e propriedade de ações representam mais da metade dos incentivos dos conselheiros, ultrapassando a possibilidade de obter novos conselhos como motivação, ao contrário do que encontrou Jensen em seu trabalho de 1983.

Com base na análise da literatura, listam-se a seguir fatores apontados como motivadores dos conselheiros:

QUADRO 2 - Fatores motivadores para conselheiros segundo literatura

Fatores motivadores	Autor(es)
<ul style="list-style-type: none"> • Reputação como especialistas em controle. 	JENSEN (1983)
<ul style="list-style-type: none"> • Recebimento de dividendos quando são acionistas; • Dever de lealdade com os acionistas; 	MAUG (1997)

<ul style="list-style-type: none"> • Adquirir reputação de serem capazes de exercer monitoramento sobre a gestão de forma independente. 	
<ul style="list-style-type: none"> • Montante da remuneração total; • Risco de ser demitido (<i>turnover</i>); • Oportunidades de obter assentos em novos conselhos. 	YERMACK (2004)
<ul style="list-style-type: none"> • Temor de <i>takeover</i>, situação na qual perde sua posição; • Influência, <i>networking</i>, envolvimento (para aposentados); • Trabalhos lucrativos de consultoria. 	HARFORD (2003)
<ul style="list-style-type: none"> • Benefícios financeiros e não financeiros: remuneração, benefícios indiretos, prestígio e conexões sociais. 	BEBCHUK; FRIED (2004)
<ul style="list-style-type: none"> • Aprendizado. 	CARTER; LORSCH (2004)

Fonte: elaborado pelo autor

Em seu trabalho, Yermack (2004) destaca que, enquanto para o executivo o risco de ser demitido tem efeito de incentivo, para o conselheiro esse risco é menor, pois não há uma autoridade que vá demiti-lo por fraco desempenho.

Outro aspecto importante é a obtenção de outros assentos em conselhos, o que serve como motivação para os conselheiros. Segundo Yermack (2004), diversos estudos relacionam a obtenção de novos conselhos com o desempenho operacional da empresa. Para Harford (2003), a perda potencial de um assento em conselho motiva os conselheiros externos a serem diligentes no exercício de sua autoridade de controle.

2.4.2 Diferenças de motivação para conselheiros em países com controle societário definido

A maior parte dos estudos levantados para a preparação deste trabalho corresponde à realidade norte-americana, em que a propriedade dispersa é a mais comum. No caso brasileiro, a propriedade concentrada é a mais recorrente. Nesse modelo, os acionistas têm informações suficientes e podem supervisionar diretamente os executivos, sem precisar incentivar por meio da relação contratual. Ferrarini, Moloney e Ungureanu (2009) apontam que, na propriedade concentrada, o papel da remuneração como incentivo

torna-se menos relevante. Crespi-Cladera e Gispert-Pellicer (2003) indicam que em empresas de controle concentrado a remuneração do conselho de administração depende da riqueza dos acionistas.

A propriedade concentrada está relacionada a um maior grau de supervisão. Em estudo sobre qualidade do conselho e remuneração, no Canadá, Zeghal e Elleuch (2011) afirmam que, como no Canadá a propriedade é concentrada, pode-se inferir que a função de monitoramento é mais forte na governança canadense. Assim, o esforço dos conselheiros é menor, não necessitando de grande recompensa.

Para Hoskisson et al. (2009), acionistas com participação relevante também têm incentivo para monitorar a remuneração, impedindo a remuneração de tornar-se excessiva. Isso não se aplica, porém, aos investidores institucionais, que têm preferência por remunerar com opções de ações, porque seus investimentos diversificados não permitem que façam um monitoramento direto do esforço da gestão.

2.4.3 Incentivos aos conselheiros decorrentes da remuneração variável

Diversos estudos relacionam as boas práticas de governança à remuneração variável para conselheiros. Em estudo publicado em 2004, Ryan e Wiggins concluem que, quanto maior o poder de barganha dos conselheiros independentes em relação ao presidente-executivo, o que representa uma boa prática de governança corporativa, maior a proporção de remuneração baseada em ações para os conselheiros (RYAN; WIGGINGS, 2004).

Nesse estudo, analisaram-se 1.018 empresas norte-americanas em 1997 e obteve-se que:

- Conselheiros de empresas com executivos entrincheirados (definidos como aqueles há mais tempo no cargo) recebiam remuneração significativamente menor;
- Os mesmos conselheiros recebiam proporção muito menor de remuneração baseada em ações;

- Também eram menos sujeitos a receber qualquer tipo de remuneração em ações;
- As mesmas associações foram encontradas para conselhos com mais conselheiros internos e maior número de conselheiros, duas práticas também não recomendadas.

Da mesma forma, Becht (2005) questiona por que os conselheiros, que têm participações muito menores nas empresas do que os próprios acionistas, teriam muito mais incentivo do que os acionistas para supervisionar a gestão, o que favorece a adoção de remuneração variável para conselheiros.

Zeghal e Elleuch (2011) defendem, ao testar os fatores que determinam o montante da remuneração de conselheiros, que oferecer ações aos conselheiros como parte importante de sua remuneração aumenta a convergência entre os interesses de conselheiros e acionistas, além de ser uma forma de motivar os conselheiros em seu papel de monitoramento e promoção.

McCLAIN (2011) afirma que a remuneração em ações alinha interesses entre conselheiros externos e acionistas, porque a posse de ações leva-os a pensar como acionistas. Em seu trabalho de 2011, discute a proporção de remuneração baseada em ações e conclui que: quanto maior o percentual de ações do conselheiro, menor o percentual de remuneração baseada em ações este desejará; quanto maiores as oportunidades de investimento, maior a porcentagem de ações no plano de remuneração dos conselheiros; e quanto maior o poder de barganha do presidente-executivo, menor a participação de ações na composição da remuneração.

Com relação à maior remuneração em ações em função das oportunidades de investimento, isso acontece porque é exigido maior nível de esforço para obter informações e monitorar, e a remuneração deve ser uma forma de engajar os conselheiros nessas atividades.

Carter e Lorsch (2004) apontam que a remuneração baseada em ações oferece risco e, portanto, atrai apenas os indivíduos muito ricos para o conselho. Para os autores, os conselheiros não podem ter interesse

semelhante aos dos executivos porque tenderiam a colocar para estes desafios modestos. Dessa forma, finalizam, propondo um modelo de remuneração para conselheiros que considera pequena parcela de opções de ações, com exercício a valor de mercado, condicionada ao desempenho da empresa superior ao dos concorrentes e paga depois de um ano da saída do conselheiro da empresa.

A remuneração baseada em desempenho para conselheiros, conforme hoje conhecida no Brasil, pode ser definida da seguinte forma: bônus anual em função do desempenho financeiro do ano, o que no Brasil toma muitas vezes a forma de participação dos administradores no lucro, no caso das sociedades anônimas, recebimento de ações da companhia e recebimento de opções de ações da companhia (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2011) em adição ao salário fixo. Nos Estados Unidos, de acordo com pesquisa do NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS (2011) os conselheiros são remunerados por salário fixo, taxa por participação em reuniões, participação em comitês, ações e opções de ações.

2.4.4 Remuneração variável baseada em opções de ações

A remuneração baseada em opções de ações é largamente discutida dentro do pacote de incentivo dos executivos.

As opções de ações diferenciam-se de ações. Enquanto as ações são títulos negociados no mercado à vista, as opções de ações são instrumentos derivados das ações, ou derivativos de ações. O detentor de opções tem o direito, adquirido pelo pagamento de um prêmio, comprar uma ação em determinada data futura, a um preço pré-acertado. Esse direito é exercido caso o preço no momento da venda esteja mais atraente do que o pré-acertado. Do contrário, o direito não é exercido e a opção perde seu valor. (ASSAF NETO, 2008). Na remuneração baseada em ações, o que o empregado recebe, portanto, é o valor do prêmio. Se as ações subirem e as ações forem vendidas, há um ganho. Caso as ações caiam, o funcionário perde todo o benefício do recebimento das opções.

De acordo com a definição da SEC¹¹, os planos de opções de ações são contratos entre as empresas e seus funcionários que dão aos últimos direito de comprar certo número de ações, a um preço fixo, dentro de um intervalo de tempo. Estes empregados esperam ter um lucro exercendo suas opções a um preço superior ao compraram.

No início dos anos 90, investidores e reguladores norte-americanos, preocupados com a baixa relação entre remuneração e desempenho, passaram a incentivar a remuneração baseada em ações aos executivos e opções de ações passaram a ser um importante componente da remuneração de executivos naquela década. (BEBCHUK, L.; FRIED, J., 2004)

A remuneração via opções de ações é vista como fator de alinhamento entre executivos e acionistas. Diversos estudos comprovam que executivos que recebem mais ações tendem a gerar mais valor ao acionista. Uma vez que aumenta a propriedade das ações por parte dos executivos, ajuda a atrelar sua remuneração ao desempenho da companhia, aumentando seu incentivo a servir aos interesses dos acionistas. Porém os modelos de remuneração em opções falharam em prevenir ganhos substanciais por parte dos executivos que não resultavam de seu próprio desempenho (BEBCHUK, L.; FRIED, J., 2004)

Rappaport (1998) já criticava o modelo de opções de ações por não compensar apenas o desempenho do executivo e sim incluir nesta recompensa ganhos decorrentes do bom desempenho do setor e da economia como um todo. Propõe, portanto um modelo de remuneração cuja a medida é o desempenho relativo dos competidores. Posteriormente Marcondes e Fama (2003) aprimoram este modelo, propondo que o desempenho histórico seja considerado, evitando penalizar demasiadamente os executivos com desempenho inferior à média, mas com tendência a melhoria.

Dentre as hipóteses levantadas na teoria sobre as vantagens da concessão de opções de ações para executivos está o incentivo ao executivo avesso ao risco a decidir-se por investimentos com alto retorno e alguma

¹¹ Disponível em <http://www.sec.gov/answers/empopt.htm>. Acesso em 10 abr. 2012

incerteza. Já os conselheiros seriam menos avessos ao risco, uma vez que suas atividades estão ligadas não apenas àquela empresa (YERMACK, 2004).

Por analogia com o incentivo aos executivos decorrentes da remuneração via opções de ações, acreditou-se que os conselheiros também deveriam receber incentivos para se alinhar com os acionistas e que as opções de ações dariam aos conselheiros externos incentivos a aumentar seu envolvimento nas diversas tarefas do conselho, levando a empresa a tomar maior risco. (DEUTSCH et al, 2010)

Porém existem diferenças na percepção de risco dos conselheiros em relação aos executivos. Segundo (DEUTSCH et al, 2010), o conselheiro também é avesso ao risco, ainda que menos do que os executivos, de acordo com as análises a seguir:

- Conselheiros possuem diversas fontes de renda, portanto menos dependentes da remuneração como conselheiro, tornando-os menos avessos ao risco do que os executivos. Porém, como estão preocupados com o efeito das decisões estratégicas sobre sua reputação e responsabilidade legal, tendem a evitar decisões estratégicas arriscadas que poderiam arruinar sua imagem caso os riscos se realizem;
- Estão preocupados com processos legais de acionistas (*class actions*);
- A seleção de conselheiros pode naturalmente inclinar-se para indivíduos com menos perfil para risco.

Em seu estudo, DEUTSCH et al (2010), encontraram que a remuneração em opções de ações para conselheiros de administração aumenta a exposição ao risco da companhia mais do que o efeito das opções de ações sobre os executivos. Além disso, descobriram que se tanto os conselheiros e os executivos receberem opções de ações, os incentivos recebidos pelos conselheiros enfraquecem o efeito da remuneração em opções de ações para os executivos. O estudo constituiu em análise de 1.165 empresas constantes do S&P 1500, no período de 1997 a 2006.

Com relação a pagamento de opções para conselheiros, em situações em que os conselheiros possuem grande volume de opções, vários conflitos são apontados. Os conselheiros terão interesse comum com os executivos em perseguir ganhos com *backdating* (MINNICK; ZHAO, 2009).

A maior parte destas questões está discutida dentro da governança corporativa como arranjo para os conflitos da sociedade norte-americana, em que modelo de propriedade pulverizada baseia-se no conflito principal-agente. Na sociedade brasileira, em que o controle definido e a propriedade familiar são marcantes, as questões diferenciam-se um pouco, porém, há pouca literatura a respeito.

A questão da remuneração em opções de ações como positiva para aumentar o risco, na prática, leva ao questionamento sobre se todo aumento de risco é positivo. Casos como Enron e WorldCom mostraram o que pode acontecer quando o conselho aprova um nível de risco elevado para a companhia sem envolver-se suficientemente nas atividades de forma a aumentar o monitoramento de forma eficiente, compensando o aumento da propensão ao risco (DEUTSCH et al, 2010).

O aumento de risco de uma empresa atende aos acionistas que podem diversificar seus investimentos. Outros *stakeholders* não têm oportunidade de diversificar suas carteiras. Neste caso, levanta-se a questão sobre o papel fiduciário do conselho, que deve ser para com toda a empresa e não apenas os acionistas individuais. Neste sentido, questiona-se se faz sentido contratos de remuneração para conselheiros e executivos que levem em conta apenas os acionistas que podem diversificar-se ou que atendam ao maior grupo de *stakeholders* (DEUTSCH et al, 2010).

A remuneração com opções de ações é prática comum no mercado americano, mas no Brasil ainda é bastante restrita, possivelmente ao estágio atual do mercado acionário brasileiro, ainda com pequeno número de empresas com ações bastante negociadas no mercado brasileiro (MARCONDES;FAMA, 2003). Porém estes planos já existem há muito tempo. Segundo Nunes (2004 p.02),

No Brasil os planos de incentivos em opções de ações estão longe de ser uma novidade. A implantação de tais planos data da década de 1970, adotados pelas empresas norte-americanas instaladas no país, que praticamente importaram a mesma metodologia, para os executivos aqui locados. Nos últimos anos têm-se verificado um crescimento muito grande na adoção desse tipo de incentivo, onde em empresas como a Bristol-Myers Squibb, eleita em 2000 pelo anuário “Maiores e Melhores” da revista Exame, a maior do setor farmacêutico, o oferecem a praticamente todos os funcionários² (Silveira, 2000, p. 48). No país, o dispositivo legal para a sua ocorrência é expresso na Lei n. 6.404/76, no qual o seu artigo 168, § 3º traz a possibilidade de remuneração dos funcionários ou prestadores de serviços relevantes à empresa através de planos de opções de ações.

2.4.5 Remuneração de conselheiros de administração no Brasil

2.4.5.1 O papel do conselho de administração no Brasil

No Brasil, o conselho de administração originou-se formalmente com a Lei 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas, de 1976. O conselho de administração, até então, era um órgão facultativo, pois as empresas eram administradas por diretores que agiam individualmente, de acordo com as atribuições definidas no estatuto. A lei de 1976 inspirou-se na moderna legislação societária europeia, e instituiu a duplicidade de órgãos de administração: de um lado o conselho de administração, órgão decisório colegiado, e de outro a diretoria, órgão decisório nem sempre colegiado, a quem cabe a representação orgânica da sociedade. O conselho de administração, com essa lei, tornou-se obrigatório para as sociedades de economia mista, para as companhias abertas e para as companhias com regime de capital autorizado (CARVALHOSA, 2009).

Para Carvalhosa (2009), a obrigatoriedade do conselho de administração nas companhias abertas deve-se a dois principais fatores:

- Necessidade de conciliar os interesses dos acionistas controladores e dos acionistas minoritários;

- Pela escala esperada de uma companhia pressupõe-se a especialização da diretoria, que conduz a companhia, cabendo aos acionistas controladores e minoritários atuar no conselho de administração.

A Lei das Sociedades Anônimas brasileiras (BRASIL, 1976) também atribui ao conselho de administração assuntos estratégicos e de monitoramento da diretoria. Entre as principais atribuições do conselho de administração no Brasil, estão listadas no Artigo 142 da citada Lei:

- Fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- Eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- Fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- Convocar a assembleia-geral;
- Manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- Manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- Escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

De acordo com Azevedo (2009), os papéis mais frequentes assumidos pelos conselhos são ratificador, de controle, estratégico, de serviço e de dependência de recursos. Em sua pesquisa com 65 empresas e 122 administradores de empresas listadas brasileiras, em 2008, a autora obtém que o papel de controle predomina nos conselhos estudados, sendo o papel de direcionamento também relevante e o papel de serviço o menos relevante.

Em sua amostra também encontrou que os conselhos de administração são dominados pelos acionistas controladores, que ocupam 51,95% dos assentos. Essa conclusão, corroborada pelo estudo anterior de Dutra e Saito (2002), com 142 empresas em 1999, em que 49% dos

conselheiros eram controladores, diferencia a realidade brasileira da americana, fonte da maior parte dos estudos sobre conselho de administração.

2.4.6 A remuneração de conselheiros de administração nas companhias abertas brasileiras

A remuneração dos administradores, de acordo com a Lei 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 1976), é fixada pela assembleia de acionistas:

Art. 152. A assembléia-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.

A lei brasileira não regulamenta como o montante proposto pela assembleia é definido. O Código das Melhores Práticas do IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009, p.30) recomenda que o conselho apresente à assembleia proposta de remuneração de conselheiros e diretores:

O Conselho deve prestar contas aos sócios, incluindo um parecer sobre o relatório da Administração e as demonstrações financeiras, além de propor, para deliberação da assembleia, a remuneração anual dos administradores, sempre vinculada a um processo de avaliação dos órgãos e de seus integrantes.

Os conselheiros de administração nas sociedades anônimas são administradores da companhia eleitos pela assembleia geral. Apenas pessoas físicas podem ser eleitas para o conselho de administração e como o conselheiro não preenche elementos que caracterizam uma relação de trabalho pela lei trabalhista brasileira, com habitualidade, subordinação, dependência econômica e pessoalidade, a contratação do conselheiro não caracteriza uma situação de emprego. O conselheiro costuma ser contratado como prestador de serviços autônomo (contribuinte individual da previdência social), podendo assinar contrato formal com a companhia, ou não, pois a eleição do conselheiro na assembleia é válida para a eleição do conselheiro (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2012).

A eleição em assembleia representa a contratação do conselheiro, o que dispensa contrato entre a companhia e o conselheiro. Todavia o Guia de Orientação Jurídica de Conselheiros de Administração e Diretores (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2012a) recomenda que seja estabelecido contrato para regular aspectos ¹²não definidos em lei ou no estatuto, como “a concessão de benefícios, a fixação de atribuições específicas, a defesa do administrador, em casos de ações contra ele ajuizadas em nome da Companhia, a liberação de garantias após o término do mandato, baixa em cadastros, entre outras condições”.

2.4.7 A transparência da remuneração de conselheiros nas companhias abertas brasileiras

Nos Estados Unidos a divulgação pública dos pacotes de remuneração é obrigatória desde a década de 30, em que as empresas abertas eram obrigadas a divulgar os salários dos executivos. Alguma evolução se passou e em 1992, a Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de capitais americano, tornou obrigatória a divulgação individualizada da remuneração de cada executivo (PRADO, 2009).

No Brasil, a divulgação detalhada da remuneração dos administradores é recente, vigente desde 2010 e sua implantação foi bastante polêmica com evolução limitada da transparência e deu-se através da Instrução Normativa CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009 (CHAVES, 2010).

A Instrução Normativa CVM n.º 480 tem o objetivo de dispor sobre o registro de emissores de valores mobiliários e rege as informações que devem ser prestadas pelos emissores à CVM. As informações solicitadas são o formulário cadastral, o formulário de referência (FR), as demonstrações financeiras, o formulário de demonstrações financeiras padronizadas,

¹² O Poder Executivo pretende enviar ao Congresso Nacional proposta para mudar a legislação trabalhista e criar duas novas formas de contratação, a eventual e por hora trabalhada. Esta nova legislação pode permitir que os conselheiros venham a ser contratados como trabalhadores convencionais. Porém, é um assunto ainda a ser proposto pelo poder executivo, segundo matéria de 5 mar. 2012: http://www.fetercesp.org.br/index.php?option=com_content&view=article&id=385:nova-lei-trabalhista-preve-contratacao-eventual-e-por-hora&catid=36:noticias. Acesso em 2 abr. 2012.

formulário de informações trimestrais e outras informações relativas à assembleias (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2009).

O FR é um documento eletrônico que deve ser atualizado anualmente. O item 13 do FR refere-se a remuneração dos administradores. Através do preenchimento deste item, a CVM passou a exigir maior transparência na publicação da remuneração dos administradores, entre outros aspectos relevantes. O projeto inicial da instrução visava abordar a política de remuneração praticada pelas empresas e previa a exibição da remuneração no formato individualizado para todos os administradores. Durante a audiência pública para publicação da instrução, houve muita polêmica que resultou na divulgação da instrução que representava uma evolução gradativa (CHAVES, 2010), com a divulgação da remuneração em dois blocos: o de conselheiros e o de administradores.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo de Estudo

Esta pesquisa tem caráter exploratório devido a pouca publicação no Brasil sobre este tema. A pesquisa exploratória visa levantar informações, delimitando um campo de trabalho e mapeando as condições de manifestação deste objeto (SEVERINO, 2007).

Nesta pesquisa fez-se necessária a conjunção dos métodos qualitativo e quantitativo para obter uma análise abrangente do problema de pesquisa, adotando-se o método misto concomitante. Nos métodos mistos concomitantes o pesquisador coleta as duas formas de dado ao mesmo tempo e depois integra as informações na interpretação dos resultados gerais (CRESWELL, 2010).

A pesquisa passou por duas etapas. A primeira, qualitativa, composta por entrevistas estruturadas. A segunda, quantitativa, a partir da análise de dados.

3.1.1 Pesquisa qualitativa

A pesquisa passa a ser de cunho exploratório quando está lidando com problemas pouco conhecidos. Quando se busca o entendimento do fenômeno como um todo, é possível que a análise qualitativa seja a mais indicada (GODOY, 1995).

Na pesquisa qualitativa optou-se por entrevistas estruturadas. As entrevistas estruturadas são aquelas com questões direcionadas e previamente estabelecidas, com articulação interna e muito úteis nos levantamentos sociais (SEVERINO, 2007).

Entre as vantagens do método de entrevista estão o grau de profundidade que a análise pode atingir. Este método é recomendado em casos em que se analisa o sentido que os atores dão às suas práticas e acontecimentos. Neste método o investigador retira das entrevistas

informações e elementos de reflexão muito ricos e matizados (QUIVY; CAMPENHOUDT, 2008).

Com o objetivo de entender o modelo de remuneração de conselheiros no Brasil nas empresas listadas em bolsa de valores (empresas listadas) optou-se por entrevistar indivíduos que atuam como conselheiros de administração em empresas brasileiras, de capital aberto ou fechado. Nesta etapa da pesquisa utilizou-se fonte primária de dados.

3.1.2 Pesquisa quantitativa

A pesquisa quantitativa teve caráter descritivo. O estudo quantitativo, de caráter descritivo, é aquele realizado a partir de uma pesquisa documental, ou seja, uma pesquisa a partir de documentos sem tratamento analítico (SEVERINO, 2007).

A pesquisa quantitativa foi realizada em duas fases, ambas com fontes secundárias de dados:

3.1.2.1 Descrição da remuneração de conselheiros de administração das empresas listadas nos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa

Houve seleção intencional da amostra, buscando dentro do universo das empresas listadas aquelas negociadas nos segmentos especiais de listagem, ou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de São Paulo, BM&FBovespa. Estes segmentos requerem das empresas neles negociadas padrões elevados de governança, que vão além da Lei das Sociedades por ações¹³. A entrada nos segmentos especiais de listagem representa qualidade da governança corporativa (SILVEIRA et al, 2007). Foi selecionada, portanto, uma amostra que descreve a remuneração nas empresas com melhores práticas de governança corporativa.

¹³ BM&FBovespa. **Segmentos de Listagem**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em 4 fev. 2012.

3.1.2.2 Descrição da estrutura de remuneração dos conselheiros que recebem remuneração variável ou baseada em ações

A partir da amostra das empresas negociadas nos segmentos foram selecionadas as empresas que pagam remuneração variável ou baseada em ações para os conselheiros de administração.

3.2 Amostra

3.2.1 Pesquisa qualitativa

Foram convidados a participar da entrevista 20 conselheiros de administração, que atuam em empresas listadas, o que resultou em uma amostra com 10 entrevistas. O envolvimento dos entrevistados com companhias listadas foi considerado para o convite, ou como atuação atual como conselheiro, passada como conselheiro ou como ex-executivo de companhia listada.

3.2.2 Pesquisa quantitativa

A população original da pesquisa quantitativa foi o universo de empresas negociadas nos níveis diferenciados de GC, que são formados por:

- Nível 1 (N1)
- Nível 2 (N2)
- Novo Mercado (NM)
- Bovespa Mais

O “Bovespa Mais”, conhecido como mercado de acesso, congrega poucas empresas e com baixa liquidez e padrões menos rígidos de governança corporativa, e por isso foi desconsiderado.

O N1 requer menores padrões de GC, enquanto as exigências do N2 e NM são bastante semelhantes e superiores ao N1, diferenciando-se entre eles basicamente pelo fato do N2 permitir a listagem de empresas que

possuam ações preferencias (ações não concedem direito de voto aos acionistas). O quadro abaixo resume as principais regras de governança às quais cada nível está sujeito.

QUADRO 3 - Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA. **Segmentos de Listagem.** Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em 4 fev. 2012.

Na data de coleta dos dados, os números de empresas que compunham os níveis diferenciados de GC era o descrito a seguir:

TABELA 1 - Número de empresas por segmento de negociação

	NM	N2	N1	Total
Amostra total	119	17	39	175

Fonte: BM&FBOVESPA. **Empresas listadas.** Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresalListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>>. Acesso em 30 maio 2011.

Desta amostra foram excluídas as empresas que no período de coleta de dados não apresentavam os dados de remuneração de conselheiros, resultando na amostra a seguir:

TABELA 2 - Número de empresas por segmento de negociação (dados válidos)

	NM	N2	N1	Total
Amostra – dados válidos	112	16	37	165

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

3.2.3 Perfil da amostra

TABELA 3 - Número de empresas por tipo de controle

Controle	Número de empresas
Compartilhado	70
Estatual	11
Estrangeiro	12
Familiar	65
Pulverizado	7

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 4 - Distribuição da amostra por faixas de faturamento

Dados em R\$	Faixas de faturamento	Número de empresas
Faixa 1	até 500 mm	32
Faixa 2	entre 500 mm e 2 bi	58
Faixa 3	entre 2 bi e 8 bi	52
Faixa 4	acima de 8 bi	23

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 5 - Número de membros do CA por níveis diferenciados de GC

Níveis	Média
NM	7,2
N2	7,6
N1	8,1
Amostra (n=165)	7,5

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 6 - Número de empresas com conselho fiscal (CF) instalado

Segmento de listagem	Total de empresas	Empresas com CF
Novo Mercado	112	53
Nível 2	16	11
Nível 1	37	33
Total	165	97

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 7 - Companhias com sobreposição de cargos (presidente do conselho e presidente-executivo)

	Amostra total	
	Absoluta	Relativa
Existe sobreposição	29	17,58%
Não existe sobreposição	136	82,42%
Total	165	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir desta amostra, selecionou-se outra amostra, esta com as empresas que praticam remuneração variável ou baseada em ações a seus conselheiros (amostragem dupla). Para esta amostra, foi realizada a descrição da estrutura de remuneração dos conselheiros. Compõem esta amostra as seguintes empresas:

QUADRO 4 - Empresas que praticam remuneração variável ou baseada em ações para o conselho de administração

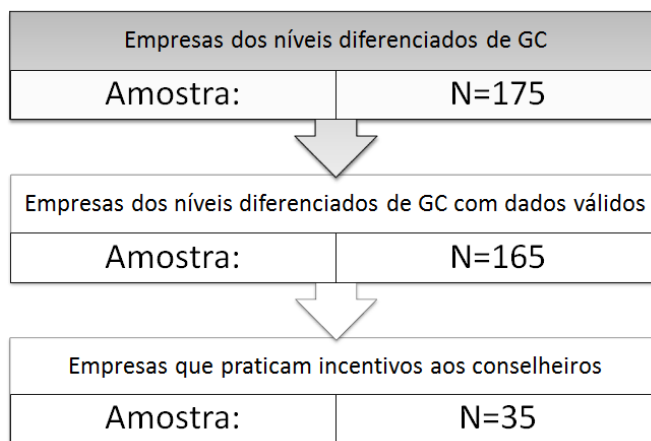
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.
 B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO
 BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.
 BCO DAYCOVAL S.A.
 BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A
 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
 CETIP S.A. - BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIV.
 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
 CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
 CIA FIAÇAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
 CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
 CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
 ETERNIT S.A.
 GERDAU S.A.
 IDEIASNET S.A.
 IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
 INDUSTRIAS ROMI S.A.
 ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
 ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
 KROTON EDUCACIONAL S.A.
 LLX LOGISTICA S.A.
 METALURGICA GERDAU S.A.
 MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.
 MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
 MPX ENERGIA S.A.
 MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
 NATURA COSMETICOS S.A.

OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.
 RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES
 ROSSI RESIDENCIAL S.A.
 SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
 SUL AMERICA S.A.
 SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
 TRACTEBEL ENERGIA S.A.
 WEG S.A.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Na figura 1 está demonstrado como foi realizado o processo de amostragem dupla, com uma amostra menor extraída da amostra inicial.

FIGURA 1 - Processo de Definição da amostra



Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 Procedimento de análise dos dados

3.3.1 Pesquisa qualitativa

As entrevistas foram realizadas presencialmente ou por telefone e ocorreram durante o primeiro semestre de 2012, com duração entre 20 e 40 minutos. Todas as entrevistas foram gravadas, com autorização dos respondentes. Os entrevistados não receberam as perguntas antecipadamente, porém ao início da entrevista as cinco perguntas eram lidas para os respondentes. Visando analisar as entrevistas estas foram transcritas em um documento *word* e as respostas alocadas dentro das cinco perguntas.

A análise dos dados quantitativos foi contraposta com os resultados das entrevistas, buscando checar a percepção dos entrevistados. As respostas obtidas nas entrevistas foram usadas com o objetivo de entender a realidade apontada pelos números.

A carta-convite e o roteiro de entrevista e a encontram-se nos apêndices I e II respectivamente.

3.3.2 Pesquisa quantitativa

3.3.2.1 Descrição da forma de remuneração dos conselheiros de administração

A pesquisa quantitativa baseou-se na análise dos dados das 165 empresas através de estatísticas descritivas, que possibilitaram descrever as características da remuneração variável de conselheiros.

Foi utilizado um extrato da base de dados cedida pelo IBGC referente à pesquisa “Remuneração dos Administradores” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2012). Esta base de dados foi coletada nos Formulários de Referência publicados no site da CVM do ano de 2011 e coletada entre os dias 30 de abril e 30 de maio de 2011, com informações referentes ao ano de 2010 (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA; 2012c). Foram analisados os itens 13.2 e 13.11 do FR, dentro do item 13, intitulado Remuneração dos Administradores.

A remuneração de conselheiros no Brasil usualmente se dá através de salário fixo, bônus ou participação nos lucros e remuneração baseada em ações. Esta é a nomenclatura utilizada pela CVM no FR. Para melhor adaptar os dados de acordo com o incentivo, foi feito um ajuste entre a nomenclatura e o agrupamento dos dados.

QUADRO 5 - Diferenças entre nomenclatura da CVM e utilizada neste trabalho

Alocação da CVM	Alocação deste trabalho	Observações
i. remuneração fixa anual, segregada em: - salário ou pró-labore - benefícios diretos e indiretos - remuneração por participação em comitês - outros	i. remuneração fixa anual, segregada em: - salário ou pró-labore - benefícios diretos e indiretos - remuneração por participação em comitês - outros - REMUNERAÇÃO POR PARTICIPAÇÃO REUNIÕES	A remuneração por reuniões não depende de resultados, portanto foi alocada em remuneração fixa.
ii. remuneração variável, segregada em: - bônus - participação nos resultados - REMUNERAÇÃO POR PARTICIPAÇÃO REUNIÕES - comissões - outros	ii. remuneração variável, segregada em: - bônus - participação nos resultados - comissões	Remuneração paga com base em resultados, usualmente sobre o período em questão. De acordo com a legislação brasileira, os administradores de companhias abertas brasileiras podem receber até 10% do lucro após impostos, quando previsto em estatuto. Este tipo de remuneração é sempre baseada no lucro anual da companhia.
iii. benefícios pós-emprego	iii. benefícios pós-emprego	Inclui principalmente previdência privada
iv. benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	iv. benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	São pacotes de remuneração, definidos em contrato, pagos em caso de saída do executivo.
v. remuneração baseada em ações	v. remuneração baseada em ações	Este campo deve ser preenchido de acordo com a definição de remuneração baseada em ações, paga em ações ou dinheiro, conforme normas contábeis que tratam do assunto.

Fonte: Instrução Normativa CVM nº 480. Elaborado pelo autor

A organização dos dados da amostra segue neste trabalho a seguinte nomenclatura:

a) Remuneração baseada em incentivos é toda aquela que depende de resultados futuros. Inclui a remuneração variável e a remuneração baseada em ações;

b) Remuneração fixa (fixa): remuneração fixa anual, conforme item i da tabela acima;

c) Remuneração variável (variável): refere-se a bônus (usualmente baseada no lucro anual, mas não exclusivamente) ou participação nos lucros (definida por lei, necessariamente baseada no lucro líquido do período a que se refere), conforme o item ii da tabela acima. Com relação à participação nos lucros, por estar regida por lei, sabe-se que se refere ao lucro líquido do período ou a resultado de curto prazo. Com relação ao bônus, por usualmente referir-se ao resultado anual, este trabalho também assume como remuneração de curto prazo (um ano);

d) Remuneração baseada em ações (ações) refere-se a pagamento em ações ou opções de ações. Refere-se ao item v da tabela acima;

e) Benefícios pós-emprego (pós): refere-se ao item iii da tabela acima, Tratado, em alguns casos, juntamente com a remuneração fixa, pois não depende do desempenho da companhia;

f) Cessação do cargo (cessação): refere-se ao item iv, porém não aparece em nenhuma empresa da amostra para o conselho de administração.

3.3.2.2 Descrição da estrutura de remuneração dos conselheiros que recebem remuneração variável ou baseada em ações

Para as 35 empresas que praticam remuneração variável ou baseada em ações, analisou-se o item 13.1 do FR de cada empresa, coletados no sítio eletrônico das BM&FBovespa, que se destina à descrição da “política/prática de remuneração”. Este item do FR deve ser preenchido pelas empresas com as seguintes informações:

Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do

conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos:

- a. objetivos da política ou prática de remuneração
- b. composição da remuneração, indicando:
 - i. descrição dos elementos da remuneração e os objetivos de cada um deles
 - ii. qual a proporção de cada elemento na remuneração total
 - iii. metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração
 - iv. razões que justificam a composição da remuneração.
- c. principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração
- d. como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho
- e. como a política ou prática de remuneração se alinha aos interesses do emissor de curto, médio e longo prazo
- f. existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos
- g. existência de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de determinado evento societário, tal como a alienação do controle societário do emissor
- h. total da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal

Os itens “a”, “b.i.”, “c”, “d”, e “e” considerados métricas de incentivo, pois são estes aspectos que vão determinar a remuneração do conselheiro em relação ao desempenho da companhia. Porém, da forma que é exigida esta divulgação, sem especificar claramente quais as métricas e incentivos do conselho e da diretoria, separadamente, houve uma mistura entre os dois órgãos no preenchimento dos formulários por parte das empresas, que dificulta saber claramente quais incentivos referem-se apenas aos conselheiros, apenas aos executivos, ou a ambos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Resultados das entrevistas

Durante as entrevistas buscou-se entender a visão dos entrevistados sobre os fatores determinantes para a contratação dos conselheiros pelos acionistas, sua opinião sobre o que motiva os conselheiros a exercerem um bom trabalho, quais fatores determinam o montante pago aos conselheiros, sua opinião sobre qualquer tipo de remuneração variável para conselheiro e finalmente sua opinião sobre o quadro atual de remuneração no Brasil.

Questão 1:

Com base em seu conhecimento e experiência, considera que o conselheiro de administração deve receber algum tipo de incentivo financeiro variável, seja de curto ou de longo prazo?

Com relação à remuneração baseada em incentivo como um todo, 4 entrevistados (40%) manifestaram-se contra. Manifestaram-se a favor 6 entrevistados (60%), sendo: 1, sem mencionar restrições, 4 a favor apenas caso a remuneração seja de longo prazo e 1 a favor em caso de empresa de capital pulverizado de pequeno porte, em que seja necessário maior engajamento do conselheiro e o porte não permita o pagamento de um salário fixo condizente com o nível de complexidade da empresa. Em apenas 2 (20%) dos respondentes houve manifestação favorável à remuneração variável, nos demais, mesmo quando a favor da remuneração variável, houve restrições e preferência por não haver remuneração variável.

Com relação ao pagamento de opções de ações aos conselheiros, apenas 1 (10%) manifestou-se a favor, enquanto 2 (20%) a aceitam em alguns casos e 7 (70%) são contra. Destes que se manifestaram contra, 3 (30%) eram a favor de remuneração variável quando atrelada ao longo prazo.

Os respondentes que se manifestaram contra a remuneração variável justificaram sua resposta com os seguintes argumentos:

- Prejudica a independência do conselheiro, podendo haver viés em relação ao controlador ou à gestão;
- Conselheiro, cujo papel é pensar no médio e longo prazo da empresa, pode passar a preocupar-se com resultados de curto prazo e o atingimento de metas de curto prazo é preocupação dos gestores;

Entre os conselheiros que se mostraram a favor foram encontrados argumentos semelhantes:

- Métricas de incentivo do conselheiro devem ser diferentes das métricas da gestão. O bônus anual alinha demasiadamente o conselho à gestão;
- Há dificuldades em conciliar o prazo de mandato do conselheiro (entre 1 e 3 anos no Brasil) e resultado no longo prazo. Seria necessário a criação de um modelo em que a remuneração variável fosse paga ao fim do mandato;
- Remuneração variável não deve ser parcela relevante do salário do conselheiro;
- Em alguns casos pode fazer sentido um estímulo maior aos conselheiros, mas sempre com o cuidado de estabelecer parâmetros de estímulos nessa remuneração variável bem distintos dos parâmetros utilizado para a remuneração variável dos executivos, senão você acaba alinhando os conselheiros com os executivos e não com os acionistas. Neste caso também deve ser sempre de longo prazo, atrelado à resultados de longo prazo, acessível a longo prazo.
- Incentivo de longo prazo pode fazer sentido para empresas sem controlador definido, em que a necessidade de dedicação e responsabilidade do conselho é bem maior, e muitas vezes as empresas não tem porte para pagar um salário fixo compatível com esta responsabilidade;

- Remuneração variável requer maior atuação do conselheiro, o que não acontece hoje no Brasil;

Vantagens apontadas pelos respondentes:

- Possibilita maior engajamento dos conselheiros
- É uma forma de complementar a remuneração fixa, que ainda é baixa no Brasil

Com relação ao pagamento de opções de ações para conselheiros obtivemos as seguintes manifestações:

- Opções de ações alinham o conselheiro demasiadamente ao acionista enquanto para ser independente tem que exercer sua função no melhor interesse da sociedade;
- Parâmetros das opções de ações podem ser alterados se os resultados não forem satisfatórios;
- Alavanca demasiadamente a remuneração;
- Alinha o conselheiro com o desempenho da empresa

Questão 2

Quais fatores acredita serem determinantes no montante pago aos conselheiros de administração?

Nesta questão foi solicitado aos respondentes identificar os fatores que determinam o montante da remuneração no Brasil. Após a opinião voluntária, eram transmitidos fatores observados na teoria pedindo aos respondentes que incluíssem os pontos que achavam relevantes em sua lista.

TABELA 8 - Questão 2 :

Fatores Indicados (Respondentes n=10)	Entrevistados que mencionaram o fator	
Tamanho	7	70,0%
Tempo de dedicação necessário	2	20,0%
Setor da empresa	2	20,0%
Prestígio do conselheiro	2	20,0%

Complexidade	2	20,0%
Ser listada ou não	1	10,0%
Salário do CEO (%)	1	10,0%
Risco legal	1	10,0%
Oferta de talentos no setor	1	10,0%
Necessidade de especialista	1	10,0%
Capacidade, experiência e contribuição	1	10,0%
Bom relacionamento no governo	1	10,0%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação ao fator mais considerado, o tamanho, foi abordado tanto do ponto de vista da necessidade de maior dedicação quanto da capacidade da empresa em pagar melhores salários à medida que seu porte maior permite.

Questão 3:

Quais fatores incentivam os conselheiros a dedicarem-se a sua atividade?

TABELA 9 - Questão 3:

Fatores Indicados (Respondentes n=10)	Entrevistados que mencionaram o fator	
Remuneração	5	50,0%
Possibilidade de colaborar com a empresa	5	50,0%
Participação em um fórum de discussão de alto nível	4	40,0%
Remuneração é aspecto secundário	3	30,0%
Conselheiro é auto-motivado	2	20,0%
Atuar em uma empresa de prestígio	2	20,0%
Percepção de contribuição com a empresa	2	20,0%
Disponibilidade (física e intelectual)	1	10,0%
Oportunidade de trabalhar nos comitês	1	10,0%
Manutenção da reputação	1	10,0%
Risco legal	1	10,0%
Continuar a atuar no setor	1	10,0%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em nenhum dos casos os entrevistados citaram a remuneração como fator preponderante, e sim como um dos fatores relevantes, mas nunca como o primeiro na ordem de preferência.

Questão 4:

Quais fatores são determinantes na contratação de conselheiros no Brasil?

TABELA 10 - Questão 4 :

Fatores Indicados (Respondentes n=10)	Entrevistados que mencionaram o fator	
	Total	
Pessoa de confiança (seriedade/relacionamento)	7	70,0%
Conhecimento técnico	5	50,0%
Reputação e prestígio	5	50,0%
Complementação do mix de talentos do conselho	5	50,0%
Relacionamento com o governo/possibilidade de abrir portas	3	30,0%
Habilidade de relacionamento	2	20,0%
Diversidade de gênero	1	10,0%
Alinhamento de valores com a companhia	1	10,0%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foi solicitada a menção aos fatores que atualmente são levados em conta no Brasil para a contratação de conselheiros. O fator mais mencionado foi a seleção de pessoa de confiança, tanto por seriedade reconhecida quanto por histórico de relacionamento com a empresa. Em algumas entrevistas neste ponto foi lembrado que há procura por conselheiros que não questionem o acionista controlador e portanto os conselheiros de administração selecionados são aqueles mais próximos à empresa.

Em várias entrevistas foi mencionado que embora a busca por conselheiros que complementem os talentos do conselho ainda não seja o critério mais utilizado para a seleção de conselheiros, este deveria ser de acordo com as melhores práticas. Também registraram uma tendência cada vez maior a tomada em consideração deste mix, o que coincide com 50% dos respondentes afirmando que a complementação do mix já é levada em conta.

Questão 5:

Hoje, 25% das empresas dos níveis de governança oferecem algum tipo de remuneração variável ao conselheiro de administração, seja bônus, ações, ou opções de ações. Por que acha que a remuneração variável é pouco difundida no Brasil?

TABELA 11 - Questão 5 (n=10):

Fatores Indicados (Respondentes n=10)	Entrevistados que
--	--------------------------

	mencionaram o fator	
Empresas de controlador definido buscam mais monitoramento do que direcionamento ao negócio	5	50%
Remuneração variável é rara. O que vemos é dividendo indireto ao controlador	2	20%
Não há cultura de remuneração variável no Brasil	2	20%
Alinhamento às boas práticas, que não incentivam a remuneração variável de conselheiro	2	20%
A reputação da empresa ajuda a complementar a remuneração	1	10%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que os entrevistados explicaram o percentual de remuneração variável pela presença de acionista controlador, que ao exercer ele mesmo o direcionamento estratégico, não vê motivos para incentivar o conselheiro ao atingimento de metas e sim remunerá-lo de acordo com seu papel de aconselhamento e monitoramento.

4.2 Descrição dos tipos de remuneração paga aos conselheiros de administração

4.2.1 Frequência de cada tipo de remuneração

TABELA 12 - Número de empresas por tipo de remuneração

	Amostr a total	Fixa	Fixa + variável	Fixa + ações	Fixa + variável + ações	Apenas ações	Fixa + pós
Número de empresas	165	125	22	14	2	1	1
Percentual das empresas	100%	76%	13%	8%	1%	1%	1%

Obs: Nenhuma empresa apresentou variável e ações ou apenas variável
Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Nesta amostra de 165 empresas, a remuneração fixa é a mais comum, seguida da composição remuneração fixa mais remuneração variável e remuneração fixa mais ações.

Analisando a ótica do controle para explicar a relevância da remuneração fixa, como nas empresas de controle concentrado o controlador está mais próximo ao negócio e, portanto participa das decisões estratégicas, deixando ao conselheiro o papel de monitoramento (muitas vezes em nome de acionistas minoritários) e de aconselhamento. Estas duas funções do conselho não requerem incentivo adicional do conselheiro de administração. De fato, Azevedo (2009) concluiu que os papéis predominantes do conselheiro eram de

monitoramento e aconselhamento, ficando o papel de direcionamento em segundo plano.

A proporção baixa de empresas que pagam qualquer tipo de incentivo já foi apontada por alguns estudos, como característica dos países de propriedade concentrada. Ferrarini, Moloney e Ungureanu (2009) apontam que, na propriedade concentrada, o papel da remuneração como incentivo torna-se menos relevante. Em estudo sobre qualidade do conselho e remuneração, no Canadá, Zeghal e Elleuch (2011) afirmam que, como no Canadá a propriedade é concentrada, pode-se inferir que a função de monitoramento é mais forte na governança canadense, o que estaria menos relacionado ao pagamento de incentivo aos conselheiros.

A partir das entrevistas, as justificativas para que a remuneração seja predominantemente fixa no Brasil são:

- Empresas de controlador definido são predominantes no Brasil e buscam mais monitoramento do que direcionamento ao negócio, daí não haver necessidade de incentivos aos conselheiros;
- Remuneração variável é rara. O que vemos é dividendo indireto ao controlador;
- Não há cultura de remuneração variável no Brasil;
- Justifica-se pelo alinhamento às boas práticas, que não incentivam a remuneração variável de conselheiro;
- A reputação da empresa ajuda a complementar a remuneração;
- É mais simples oferecer remuneração fixa do que desenhar um modelo que não traga efeitos colaterais negativos

Em relação a pagar incentivos para conselheiros, os entrevistados trouxeram as seguintes opiniões:

- Os incentivos podem levar o conselheiro a atender o interesse do acionista controlador, seu dever é para com toda a empresa, de acordo com a lei;

- Remuneração variável ou em ações leva o conselheiro a perder a independência;
- Incentivos na remuneração requerem maior atuação do conselheiro, mas isso não acontece ainda no Brasil;
- Incentivos de curto prazo podem gerar conflito em o conselheiro olhar também o resultado de curto prazo e não o de médio e longo prazo, com o qual deve ocupar-se. Opções de ação não é a solução, apesar de seu longo prazo, pois o conselheiro também pode passar a preocupar-se em como agir para fazer jus às opções;
- Ao receber um honorário justo por seu dispêndio de tempo, o conselheiro é capaz de julgar com isenção o desempenho da empresa e do executivo;
- Em uma empresa estabelecida, em que se pode remunerar bem, não é necessário dar um estímulo adicional para pessoa correr riscos demasiados;
- A remuneração variável não deve ser parcela relevante da remuneração do conselheiro.

4.2.2 Relevância dos valores de cada tipo de remuneração

TABELA 13 - Distribuição do montante recebido, para empresas que pagam incentivos

	Fixa	Variável	Ações	Total
Empresas que pagam incentivos	56,7%	19,5%	23,8%	100,0%

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Observa-se que a remuneração fixa, na média das empresas que pagam incentivos, fica em 57% do total recebido pelos conselheiros.

Na amostra de empresas que pagam remuneração variável, 46% paga remuneração variável através de bônus e 58% através de resultados (há interseção no pagamento de bônus e participação nos lucros).

Foi recorrente nas entrevistas a preocupação com que o incentivo à remuneração a conselheiros fique atrelada ao longo prazo:

- Há dificuldades em conciliar o prazo de mandato do conselheiro (entre 1 e 3 anos no Brasil) e resultado no longo prazo. Seria necessário a criação de um modelo em que a remuneração variável fosse paga ao fim do mandato;
- A remuneração atrelada a resultados é favorável para o conselho se as métricas forem bem desenhadas, e de longo prazo;
- Remuneração atrelada a resultados só é aceitável para o conselheiro se for de longo prazo;
- Remuneração atrelada a resultados só é aceitável em prazo diferente do executivo e não se referir ao resultado do ano;
- Remuneração baseada em resultados só faz sentido para empresas pequenas, que necessitem de atenção especial dos conselheiros e não tenha porte para remunerá-los adequadamente.

Com relação às opções de ações, temos as seguintes opiniões:

Opiniões contrárias:

- Opções de ações alinham o conselheiro demasiadamente ao acionista enquanto este, para ser independente, tem que exercer sua função no melhor interesse da sociedade;
- Os parâmetros das opções de ações podem ser alterados se os resultados não forem satisfatórios, o que reduz a confiabilidade do instrumento;
- Opções de ações alavancam demasiadamente a remuneração.

Opiniões favoráveis:

- Opções de ações cria um alinhamento do conselheiro com a empresa;
- Opções de ação é uma alternativa para alinhar o conselheiro ao longo prazo, desde que o conselheiro só possa receber estes valores em um prazo superior a cinco anos;

A partir destas análises pode-se concluir que:

- O controle concentrado, típico do Brasil, está associado a uma função do conselho de administração mais atrofiada, focada em monitoramento e aconselhamento. Estas funções não exercem impacto direto sobre o resultado das companhias e por isso não há necessidade de oferecer incentivos adicionais aos conselheiros

- Um modelo que alinhe o conselheiro ao longo prazo da companhia, sem conflitos com acionistas ou gestores, não é compatível com a limitação de prazo de mandato do conselho. A dificuldade de alinhamento e criação de tal modelo inibe o pagamento de incentivos.

- Dentro da amostra estudada, a remuneração variável de curto prazo tem mais destaque. Este quadro está diferente da percepção dos conselheiros entrevistados e das recomendações de boas práticas, de que se houver remuneração variável, deverá ser em prazo mais longo do que da gestão.

TABELA 14 - Montante da remuneração dos conselheiros de acordo com as formas de pagamento

Amostra	Fixa por conselheiro	Variável por conselheiro	Ações por conselheiro	Pós por conselheiro	Total por conselheiro
Média	213.347	32.130	65.882	29.084	340.443
Desvio-padrão	510.653	128.909	469.472	369.057	997.264
Mínimo	857	0	0	0	3.000
Q1	46.877	0	0	0	60.000
Mediana ¹⁴	112.000	0	0	0	123.200
Q3	207.936	0	0	0	231.506
Máximo	5.807.407	1.166.667	5.544.206	4.740.741	10.548.148

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Na tabela anterior, observa-se grande dispersão em torno da média. Analisando a mediana dos valores totais obtêm-se dados mais precisos sobre a remuneração de conselheiros, podendo-se afirmar que a mediana da remuneração total média para conselheiros da amostra é de R\$ 123 mil/ano.

¹⁴ As estatísticas foram calculadas sobre as 165 empresas. Como há um número de 38 empresas apenas, com incentivos, a mediana dos dados de remuneração variável e por ações é zero.

4.2.3 Remuneração de acordo com os níveis diferenciados de GC

TABELA 15 - Empresas por tipo de remuneração nos níveis diferenciados de GC (unidades e percentual da amostra)

	Amostra Total	Fixa	Fixa + variável	Fixa + ações	Fixa + variável + ações	Fixa + pós
Novo Mercado	112	90	9	11	1	0
	100%	80%	8%	10%	1%	
Nível 2	16	12	2	1	1	0
	100%	75%	13%	6%	6%	
Nível 1	37	23	11	2	0	1
	100%	62%	30%	5%	0%	3%
Total	165	125	22	14	2	1
	100%	76%	13%	8%	1%	1%

Obs: nenhuma empresa praticou apenas ações ou apenas variável.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

A proporção de empresas com incentivos cai nos níveis mais avançados de governança corporativa. O N1 é o segmento com menores exigências, seguido pelo N2 e pelo o NM, que é o segmento com maior exigência de boas práticas de governança corporativa. O NM também é o segmento que proporcionalmente apresenta o maior grau de empresas com remuneração baseada em ações.

A menor proporção de remuneração variável e a maior participação de remuneração baseada em ações entre as formas de remuneração variável torna o NM o segmento mais alinhado com a visão dos entrevistados e recomendações do Código do IBGC: “a remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o Conselho” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009).

Com relação à remuneração de conselheiros com ações, Ryan e Wiggings (2004) encontraram que nas empresas com presidente-executivo entrincheirado o conselheiro recebe menor remuneração baseada em ações, denotando que más práticas de governança levam a menores incentivos para os conselheiros. Já a recomendação de Carter e Lorsch (2004) associa o

pagamento de opções de ações a um risco, tentando minimizá-la: “conselheiros devem receber pequena parcela de opções de ações, paga uma ano após a saída do conselheiro”.

A partir destas análises pode-se concluir que:

- A remuneração variável para o conselho é recomendada, pelas melhores práticas, apenas em prazo mais longo que a gestão. As empresas do NM, das quais se espera com maior compromisso com a governança corporativa, podem estar alinhadas a esta recomendação. Uma vez que há dificuldade em estabelecer um modelo de remuneração de longo prazo para o conselho, estas empresas acabam preferindo não estabelecer incentivos.

- Ainda que não se possa inferir a partir destes dados sobre se há relação relevante entre remuneração e boas práticas de governança corporativa, este dado chama atenção para que se desenvolvam novos estudos a respeito do tema.

Em termos absolutos, a remuneração por segmento assim distribuiu-se:

TABELA 16 - Remuneração dos conselheiros no Novo Mercado

Novo Mercado	Fixa por conselheiro	Variável por conselheiro	Ações por conselheiro	Pós por conselheiro	Total por conselheiro
Média	129.368	6.935	78.504	410	215.216
Desvio-padrão	116.812	30.046	555.297	4.335	568.834
Mínimo	857	0	0	0	3.000
Q1	40.973	0	0	0	48.506
Mediana ¹⁵	105.411	0	0	0	113.406
Q3	170.148	0	0	0	200.854
Máximo	641.201	201.773	5.544.206	45.878	5.687.063

Obs: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 17 - Remuneração dos conselheiros no Nível 2

¹⁵ As estatísticas foram calculadas sobre as 165 empresas. Como há um número de 38 empresas apenas, com incentivos, a mediana dos dados de remuneração variável e por ações é zero.

Nível 2	Fixa por conselheiro	Variável por conselheiro	Ações por conselheiro	Pós por conselheiro	Total por conselheiro
Média	218.286	57.800	7.125	0	283.211
Desvio-padrão	221.750	151.348	23.767	0	358.626
Mínimo	6.000	0	0	0	6.000
Q1	72.155	0	0	0	79.846
Mediana ¹⁶	127.889	0	0	0	127.889
Q3	304.630	0	0	0	389.618
Máximo	807.571	581.151	94.333	3	1.388.722

Obs.: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 18 - Remuneração dos conselheiros no Nível 1

Nível 1	Fixa por conselheiro	Variável por conselheiro	Por ações por conselheiro	Benefícios pós por conselheiro	Total por conselheiro
Média	465.418	97.295	53.085	128.458	744.255
Desvio-padrão	1.018.881	238.206	225.544	779.320	1.805.976
Mínimo	4.250	0	0	0	4.250
Q1	57.600	0	0	0	80.570
Mediana ¹⁷	146.408	0	0	0	207.936
Q3	437.310	21.132	0	0	623.230
Máximo	5.807.407	1.166.667	1.039.814	4.740.741	10.548.148

Obs.: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

O NM possui o menor valor de remuneração analisado pela mediana, tanto em termos totais quanto em remuneração fixa. O N2 também está muito próximo ao NM, porém o N1 apresenta valores superiores aos dois outros segmentos.

¹⁶ As estatísticas foram calculadas sobre as 165 empresas. Como há um número de 35 empresas apenas, com incentivos, a mediana dos dados de remuneração variável e por ações é zero.

¹⁷ As estatísticas foram calculadas sobre as 165 empresas. Como há um número de 35 empresas apenas, com incentivos, a mediana dos dados de remuneração variável e por ações é zero.

Para Pinto e Leal (2012), a adoção de boas práticas de GC está associada ao nível de remuneração dos administradores. Na medida em que as práticas de GC aumentam a transparência e protegem os investidores, é de se esperar que elas contribuam para controlar a remuneração dos administradores.

Ainda que sem comprovação empírica, esta associação já era evidente para Fama e Jensen (1983) de que os sinais que os conselheiros emitem ao mercado são críveis se a remuneração é baixa.

Adicionalmente, existem outras possíveis explicações para a menor remuneração no NM, a serem exploradas em trabalhos futuros:

- Presença de maior número de conselheiros independentes no NM e N2. Enquanto o NM e o N2 exigem um mínimo de 20% de conselheiros independentes, para o N1 não há qualquer tipo de exigência a este respeito. Segundo Zeghal e Elleuch (2011), em sociedades de controle concentrado o controlador já faz o monitoramento reduzindo a responsabilidade dos conselheiros. Como no Brasil, os conselheiros são em grande parte os próprios controladores, é possível que a remuneração dos conselheiros independentes seja inferior, explicando a diferença de valores do NM e N2 em relação ao N1;

- Presença de empresas maiores no N1. Este fator pode justificar salários maiores. Nas entrevistas, respondentes associaram a definição do montante a ser pago aos conselheiros ao tamanho da empresa. Baker et al. (1998) também fazem essa relação. De fato as empresas do N1 são maiores: enquanto a receita média de 2010 das empresas do N1 foi de R\$ 13,6 bilhões, as empresas do N2 faturaram em média R\$ 5,8 bilhões e as empresas do NM, R\$ 3,6 bilhões.

4.2.4 Remuneração de conselheiros por tipo de controle societário

O tipo de controle tem sido observado pela literatura como fator de diferenciação na remuneração. Barontini e Bozzi (2011) afirmam que o nível de concentração da propriedade é capaz de impactar os custos de agência e entre

estes, o nível de remuneração pago aos administradores. Também conseguem observar diferenças no tipo de remuneração para três tipos de diferentes de controle societário: estatal, familiar e pulverizado.

Para definir o controle das empresas da amostra, utilizamos o critério do anuário de governança corporativa da revista capital aberto (REVISTA CAPITAL ABERTO, 2011), com a descrição a seguir:

- Controle estrangeiro: exercido por companhia multinacional ou investidor estrangeiro;
- Controle pulverizado: quando o maior acionista possui menos de 10% do capital votante;
- Controle familiar: exercido por indivíduo isolado (empreendedor) ou por grupo de indivíduos com relação de parentesco;
- Controle estatal: exercido pelo governo;
- Controle compartilhado: quando o maior acionista tem entre 10% e 50% do capital votante, independentemente de haver ou não acordo com os demais acionistas.

TABELA 19 - Distribuição de frequências de acordo com o tipo de controle (unidades e percentual da amostra)

	Amostra total	Fixa	Fixa + variável	Fixa + ações	Fixa + variável+	Apenas ações	Fixa + pós
Compartilhado	70	51	7	8	2	1	1
	100,0%	72,9%	10,0%	11,4%	2,9%	1,4%	1,4%
Estatal	11	7	4	0	0	0	0
	100,0%	63,6%	36,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Estrangeiro	12	11	1	0	0	0	0
	100,0%	91,7%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Familiar	65	50	10	5	0	0	0
	100,0%	76,9%	15,4%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Pulverizado	7	6	0	1	0	0	0
	100,0%	85,7%	0,0%	14,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Total	165	125	22	14	2	1	1
	100,0%	75,8%	13,3%	8,5%	1,2%	0,6%	0,6%

Obs: nenhuma empresa praticou remuneração variável e ações ou apenas variável.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Esta tabela demonstra que existe menor percentual de empresas com incentivos entre as empresas de controle estrangeiro e controle pulverizado, seguidas pelas empresas familiares, de controle compartilhado e estatais.

Segundo apurado nas entrevistas, o fato da maior parte da remuneração variável para conselheiros não ser tão difundida no Brasil explica-se, entre outros fatores, pela forma de controle concentrado das empresas brasileiras.

Nestes dados, porém, não é possível verificar esta afirmação, uma vez que as empresas de controle pulverizado são as que, proporcionalmente, menos possuem remuneração variável, ainda que representem o menor número de empresas da amostra. Esta verificação não foi corroborada pelas entrevistas em que respondentes afirmaram que os incentivos fazem sentido para empresas sem controlador, que requerem maior envolvimento do conselheiro de administração.

Uma análise possível sobre as empresas de controle pulverizado, que justifique a baixa presença de incentivos no grupo, seria a que todas as empresas de controle pulverizado estão negociadas no NM, é possível que a não existência de incentivos esteja relacionada a uma tentativa de alinhamento às melhores práticas.

TABELA 20 - Distribuição do montante recebido pelos diversos tipos de controle

	Fixa	Variável	Ações
Compartilhado	48,5%	18,0%	33,2%
Estatal	73,9%	26,1%	0,0%
Estrangeiro	88,8%	11,2%	0,0%

Familiar	31,5%	18,1%	50,3%
Pulverizado	71,0%	0,0%	29,0%

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Analisando o montante recebido em 2010 pelos conselheiros, verifica-se que as empresas de controle familiar são as mais alavancadas em remuneração baseada em resultados, seguidas das empresas de controle compartilhado.

Barontini e Bozzi (2001) encontraram em seu estudo que a presença de opções de ações é significativa apenas para as empresas de controle familiar entre as outras formas de controle. Este resultado diferencia-se da expectativa inicial do seu estudo, uma vez que o controle familiar deveria implicar em maior alinhamento com os interesses dos acionistas e, portanto, com menor necessidade de incentivos.

TABELA 21 - Média de remuneração por tipo de controle

	Compartilhado	Estatal	Estrangeiro	Familiar	Pulverizado
Média	342.261	68.621	84.334	449.764	173.320
Desvio-padrão	1.257.357	27.311	80.920	895.254	109.319
Mínimo	4.954	35.811	3.000	4.250	38.400
Q1	67.571	45.207	29.214	70.985	105.831
Mediana	128.715	73.960	58.800	146.408	157.115
Q3	236.320	84.443	110.679	371.995	233.509
Máximo	10.548.148	122.445	227.375	5.687.063	339.043

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Assim como em proporção, a média da remuneração das empresas familiares é maior, seguida das empresas de controle compartilhado. Todavia estes tipos de controle apresentam o maior desvio padrão, tornando a mediana a medida mais realista. Esta medida também ressalta os maiores valores para estes tipos de controle, embora bastante inferiores ao verificado pela média, denotando que pode haver concentração de remuneração em algumas empresas da amostra.

De qualquer forma, a maior remuneração e a maior parcela da remuneração variável entre os tipos de controle pode trazer relação com a análise obtida junto às entrevistas, de que é possível que as empresas familiares paguem remuneração variável como forma de remuneração extraordinária a acionistas que participam do conselho.

Estes dados estão parcialmente alinhados com os resultados de Barontini e Bozzi (2011). Eles constataram que as empresas familiares pagam mais devido à seleção para o conselho de familiares, encontrando dados que suportem o fato de transferência de resultados, principalmente quando o fundador ainda encontra-se na empresa.

Entre as explicações possíveis para os menores valores entre estatais e de controle estrangeiro estão:

- *As estatais possuem a segunda menor remuneração total e o menor percentual de remuneração fixa, com incentivos via remuneração variável (bônus e participação nos lucros). As empresas estatais remuneram com menores valores devido ao elevado controle orçamentário e visibilidade pública a que estão sujeitas estas empresas (BARONTINI;BOZZI,2011). Uma possibilidade a ser investigada é que a distribuição de resultados seja uma forma de complementar a remuneração do conselheiro. Durante as entrevistas houve menção ao fato de no Brasil, a remuneração variável ser utilizada como forma de complementar a remuneração fixa, que é baixa;*

- *Já as empresas de controle estrangeiro, possuem em sua maioria apenas remuneração fixa e o montante menos relevante de remuneração. Este fato pode ser visto como reflexo da participação de executivos da matriz atuando como conselheiros de administração nas subsidiárias.*

4.2.5 Remuneração de conselheiros por faixas de faturamento

TABELA 22 - Distribuição de frequências de acordo com as faixas de faturamento

Amostra total	Fixa	Fixa + variável	Fixa + ações	Fixa + variável + ações	Apenas ações	Fixa + pós
---------------	------	-----------------	--------------	-------------------------	--------------	------------

Até R\$ 500 mm	32	24	1	7	0	0	0
	100,0%	75,0%	3,1%	21,9%			
Entre R\$ 500 mm e R\$2 bi	58	47	6	4	1	0	0
	100,0%	81,0%	10,3%	6,9%	1,7%		
Entre R\$ 2 bi e R\$ 8 bi	52	38	11	1	1	0	1
	100,0%	73,1%	21,2%	1,9%	1,9%		1,9%
Acima de R\$ 8 bi	23	16	4	2	0	1	0
	100,0%	69,6%	17,4%	8,7%		4,3%	
Total	165	125	22	14	2	1	1
	100,0%	75,8%	13,3%	8,5%	1,2%	0,6%	0,6%

Obs: nenhuma empresa praticou remuneração variável e ações ou variável

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Não parece haver distinção entre as faixas de faturamento e as modalidades de remuneração para conselheiros. Nas entrevistas foi ressaltado por alguns respondentes que empresas menores, com maior dificuldade em atrair conselheiros pelo montante da remuneração ou pela necessidade de maior envolvimento destes, poderiam oferecer remuneração variável como forma de incentivo e complementação. De fato, há a maior proporção de remuneração baseada em ações nas empresas de menor porte da amostra (até R\$ 500 milhões de faturamento).

Com relação à ordem de faturamento, por outro lado, verifica-se pela mediana que quanto maior o porte da empresa, maior a remuneração média anual de seus conselheiros. Esta constatação já foi feita por Baker et al (1998), que concluiu que a remuneração aumenta conforme o tamanho da empresa: empresas maiores podem empregar presidentes-executivos melhores e mais bem pagos.

TABELA 23 - Remuneração por ordem de faturamento

	Até R\$ 500 mm	Entre R\$ 500 mm e R\$ 2 bi	Entre R\$ 2 bi e R\$ 8 bi	Acima de R\$ 8 bi
Média	316.046	238.519	283.586	759.956
Desvio-padrão	1.037.920	530.285	339.622	2.163.327
Mínimo	3.000	3.556	10.689	32.571

Q1	26.344	50.519	84.375	98.535
Mediana	62.773	113.748	176.355	213.300
Q3	124.900	190.965	293.001	375.273
Máximo	5.687.063	3.820.000	1.603.935	10.548.148

Obs.: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.
Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Foi observada nas entrevistas uma percepção de o porte da empresa influencia o montante a ser pago aos conselheiros. Tanto o tamanho implica em maior complexidade e, portanto, maior tempo de dedicação necessário, quanto em maior possibilidade de atrair maiores talentos para o conselho, por meio da oferta de um salário mais atrativo.

4.2.6 Remuneração de conselheiros por setor de atuação

TABELA 24 - Distribuição de frequências de acordo com o setor de atuação

	Amostra Total	Remuneração Média por Conselheiro no setor -R\$ mil	Empresas com incentivo	apenas fixo	fixo + variável	fixo + ações	fixo + variável + ações	variável + ações	apenas variável	apenas ações	fixo + pós
Bens Industriais	13	285.338,56	4	9	4	0	0	0	0	0	0
	7,9%		30,8%	69,2%	30,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Construção e Transporte	32	131.464,39	5	27	3	1	1	0	0	0	0
	19,4%		15,6%	84,4%	9,4%	3,1%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consumo Cíclico	20	116.337,36	4	16	1	3	0	0	0	0	0
	12,1%		20,0%	80,0%	5,0%	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Consumo não Cíclico	20	222.865,09	1	18	2	0	0	0	0	0	0
	12,1%		5,0%	90,0%	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Financeiro e Outros	33	696.609,07	10	22	4	5	1	0	0	1	0
	20,0%		30,3%	66,7%	12,1%	15,2%	3,0%	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%
Materiais Básicos	19	431.764,70	5	14	3	1	0	0	0	0	1
	11,5%		26,3%	73,7%	15,8%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5	1.212.780,93	1	4	0	1	0	0	0	0	0
	3,0%		20,0%	80,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tecnologia da Informação	4	158.761,22	1	3	0	1	0	0	0	0	0
	2,4%		25,0%	75,0%	0,0%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utilidade Pública	19	188.154,52	7	12	5	2	0	0	0	0	0
	11,5%		36,8%	63,2%	26,3%	10,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	165		38	125	22	14	2	0	0	1	1

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

Alguns setores apresentam maior número de empresas com remuneração variável, mas ainda em número pequeno, não podendo representar uma tendência ou característica do setor.

Durante as entrevistas, alguns respondentes citaram o setor de atuação como fator determinante na determinação do salário dos conselheiros.

4.2.7 Remuneração de conselheiros e práticas de governança corporativa

4.2.7.1 Tamanho dos conselhos de administração

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009) recomendada que os conselhos sejam formados por entre 5 a 11 membros:

O numero de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado e de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009)

TABELA 25 - Distribuição das empresas da amostra por faixa de número de membros do conselho de administração

	Absoluta	Relativa	Remuneração média (por conselheiro)	Mediana da remuneração (por conselheiro)
Até 5 conselheiros	17	10,3%	334.811	168.000
De 5 a 11 conselheiros	130	78,8%	355.720	115.049
11 ou mais conselheiros	18	10,9%	235.026	122.716
Total	165	100,0%	-	-

Obs.: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.
Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

4.2.7.2 Sobreposição dos cargos e presidente da empresa e presidente do conselho de administração

Com relação ao acúmulo de cargos entre presidente do conselho e presidente da empresa, o Código do IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009) recomenda que não haja acúmulo destas posições:

As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares as do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acumulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.

Na amostra utilizada neste estudo, 82% das empresas não apresentam sobreposição de cargos de presidente executivo e presidente do conselho. Para a realidade brasileira, os dados referentes a 2009 para as empresas listadas na Bolsa brasileira indicam um percentual de 71,5% (CARVALHAL;LEAL, 2009).

TABELA 26 - Remuneração dos conselheiros de companhias em que existe sobreposição entre presidente do conselho e presidente executivo

	Amostra total			
	Absoluta	Relativa	Rem. média	Mediana
Existe sobreposição	29	17,58%	361.767	
Não existe sobreposição	136	82,42%	335.842	
Total	165	100%	-	

Obs.: Remuneração média anual, por conselheiro, em reais.

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

TABELA 27 - Proporção de empresas com incentivo de acordo com acúmulo de posições de PCA e PE

	Com acúmulo dos cargos	Sem acúmulo dos cargos
Número de empresas com incentivo	10,3%	25,7%

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

4.2.7.3 Presença de conselheiros independentes

TABELA 28 - Distribuição dos conselhos por número de independentes

% de Conselheiros Independentes	Absoluta	Relativa	Remuneração média (por conselheiro)	Mediana da remuneração (por conselheiro)
Até 20%	72	43,6%	393.606	118.970
Entre 20% e 30%	41	24,8%	245.678	108.753
Acima de 30%	52	31,5%	341.411	134.222
Total	165	100,0%	-	-

Fonte: Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor

4.3 Descrição da estrutura de incentivos para os conselheiros de administração

4.3.1 Análise do cumprimento das informações solicitadas pelo FR

Há diversos níveis de transparência nos formulários de referência das empresas da amostra. A amostra analisada possui o seguinte grau de transparência em relação ao item 13.1:

TABELA 29 - Transparência da remuneração de conselheiros e diretores

	FR item 13.1	Sim	Não	NI/NSA*
1. Companhia enumera claramente quais são os indicadores para remuneração, dando o peso de cada um?	C	11 31,40%	24 68,60%	– 0,00%
2. Destaca indicadores diferentes para remuneração de curto e longo prazo?	E	8 22,90%	6 17,10%	21 60,00%
3. Destaca no FR a remuneração dos conselheiros e dos diretores?	B,C,E	25 71,40%	10 28,60%	– 0,00%
4. Utilizou liminar para não divulgar valores máximo, médio e mínimo?		7 20,00%	28 80,00%	– 0,00%

*NI: não informado; NSA: não se aplica.

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

1. Companhia enumera claramente quais são os indicadores para remuneração, dando o peso de cada um?

Refere-se à definição de indicadores que determinam se haverá remuneração variável e qual o montante. Exemplo de indicadores são EBITDA, lucro líquido, retorno sobre capital empregado. **A maior parte das empresas da amostra não divulga claramente quais são os indicadores utilizados para o pagamento da remuneração variável de seus administradores.**

2. Destaca indicadores diferentes para remuneração de curto e longo prazo?

Esta informação é importante nos FR das companhias que apresentam as duas formas de incentivo: remuneração variável (bônus ou participação nos lucros) e de longo prazo (ações ou opções de ações). Neste

caso busca-se entender quais os motivadores para o exercício em curso e os de longo prazo, que devem ser diferentes. Nesta amostra, a maior parte das companhias não possui os dois tipos de remuneração para os conselheiros e executivos: das 35 empresas analisadas, 14 empresas pagam remuneração de curto e longo prazo para conselheiros e/ou executivos. Dentro destas 14 empresas, 57% destaca claramente quais indicadores referem-se a remuneração variável de curto prazo e quais referem-se à de longo prazo.

3. Destaca no FR a remuneração dos conselheiros e dos diretores?

No item 13.1.b. algumas empresas, ao descrever os elementos da remuneração, criam dois tópicos separados, para descrição da remuneração do conselho e da remuneração da diretoria. Nesta amostra temos que a maioria possui tópicos separados para descrever a remuneração dos dois órgãos.

4. Utilizou liminar para não divulgar valores máximo, médio e mínimo?

O item 13.11 do formulário de referência requer a apresentação da remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal. Todavia, algumas empresas não divulgam este valor no FR devido à medida liminar suspendendo a eficácia deste item, solicitada pelo Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças-Regional do Rio de Janeiro (IBEF-RJ) sob argumento de necessidade de proteção dos executivos e seus familiares. A liminar foi concedida pelo MM Juízo da 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro e teve a confirmação da decisão pelo Superior Tribunal de Justiça no dia 13 de abril de 2010. Assim, algumas empresas da amostra optaram por não divulgar os valores máximo, médio e mínimo da remuneração de seus administradores.

4.3.2 Características da remuneração de conselheiros de administração

TABELA 30 - Características da remuneração de conselheiros

	Sim	Não	NI	NSA
Montante da remuneração é baseada em padrões de mercado	31 89%	-	4 11%	-
Remuneração do conselho determinada em função da remuneração da diretoria?	4 11%	31 89%	-	-
Conselheiros executivos recebem como conselheiros?	6 17%	-	-	29 83%
Ao menos um conselheiro recebe remuneração variável (bônus ou participação nos lucros)?	23 66%	12 34%	-	-
Todos os conselheiros recebem remuneração variável?	14 40%	9 26%	-	12 34%
Ao menos um conselheiro participa do programa de incentivo de longo prazo?	17 49%	18 51%	-	-
Todos os conselheiros participam do programa de longo prazo?	7 20%	6 17%	5 14%	17 49%
Tipo de incentivo de longo prazo: - programa de compra de opções de ações	18 51%	17 49%	-	-
Tipo de incentivo de longo prazo: - programa de compra de ações	5 14%	30 86%	-	-
Há membros do conselho com remuneração suportada por ligadas	11 31%	24 69%	-	-
Conselheiros recebem benefícios diretos ou indiretos?	12 34%	6 17%	17 49%	-
Existe limite na remuneração variável ou baseada em ações?	4 11%	17 49%	14 40%	-
Possui comitê ligado à remuneração?	11 31%	24 69%	-	-

NI: não informado; NSA: não se aplica.

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

1. Montante da remuneração é baseada em padrões de mercado

No formulário de referência, item 13.1, as empresas descrevem como definem a remuneração de conselheiros e diretores. Neste caso, 89% das empresas afirmam que a remuneração de seus administradores, na maioria das vezes sem especificar se conselheiros e/ou diretores, é baseada em padrões de mercado.

2. Remuneração do conselho determinada em função da remuneração da diretoria?

Há empresas que fixam o valor da remuneração do conselho em função da remuneração dos diretores da companhia. Esta prática foi

encontrada apenas nas empresas de controle estatal. Há também uma empresa que fixa a remuneração de seus conselheiros em função da remuneração do conselho fiscal (valor semelhante a duas vezes a remuneração do conselho fiscal).

3. Conselheiros executivos recebem como conselheiros?

Este item só é especificado em 6 das 35 empresas analisadas. Nas restantes 29 empresas, ou não há sobreposição de cargos, com executivos atuando como conselheiro, ou não foi mencionado se o diretor recebe por sua função como conselheiro e como diretor, ou não.

4. Ao menos um conselheiro recebe remuneração variável (bônus ou participação nos lucros)?

Neste item pode-se verificar todas as empresas que pagam remuneração variável para pelo menos um executivo da empresa.

5. Todos os conselheiros recebem remuneração variável?

Há empresas que pagam remuneração variável para apenas alguns conselheiros (ex: acionistas) ou deixam de pagar para algum tipo de conselheiro (ex: independentes). Neste caso, temos que 40% das empresas que pagam remuneração variável não pagam remuneração variável a todos os membros do conselho.

Este dado está em linha com as observações das entrevistas, de que haveria um pagamento superior a conselheiros do bloco de controle. **Essa prática ocorre em cinco empresas de controle familiar, três de controle compartilhado e uma empresa de controle estrangeiro.**

6. Ao menos um conselheiro participa do programa de incentivo de longo prazo?

Neste item verificam-se todas as empresas que pagam remuneração baseada em ações para pelo menos um conselheiro da empresa, que representam 49% das empresas. **Três, ou 8,6% das empresas da amostra, pagam também incentivos de curto prazo.**

7. Todos os conselheiros participam do programa de longo prazo?

Algumas empresas pagam remuneração baseada em ações para apenas alguns conselheiros (ex: acionistas) ou deixam de pagar para algum tipo de conselheiro (ex: independentes). Neste caso, temos que 33% das empresas que pagam remuneração baseada em ações não pagam remuneração para todos os membros do conselho, e 28% destas não deixam claro se pagam para todos os conselheiros ou para apenas alguns.

8. Tipo de incentivo de longo prazo: programa de compra de opções de ações

Temos neste item, entre as empresas que pagam remuneração baseada em ações, aquelas que oferecem programa de compra de opções de ações. Neste caso temos que aquelas que pagam incentivo a longo prazo, possuem programa de compra de opções de ações.

9. Tipo de incentivo de longo prazo: programa de compra de ações

Entre as empresas que pagam incentivo de longo prazo, 28% oferecem programa de compra de ações, além do plano de compra de opções de ações.

10. Há membros do conselho com remuneração suportada por ligadas

No item 13.1.f. do Formulário de Referência, as empresas devem preencher sobre “a existência de qualquer remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos”. Em 11 (ou 31%) das empresas da amostra, isso ocorre para o conselho de administração. Destas empresas, sete são de controle familiar e quatro de controle compartilhado.

11. Conselheiros recebem benefícios como plano de saúde, seguro de vida ou carro?

Muitas empresas não deixam claro se os benefícios referem-se a todos os administradores ou a apenas a diretoria ou apenas ao conselho de administração. Em 34,3% da amostra observa-se que os conselheiros recebem estes benefícios, em 17% ficou bastante claro que não há benefício para os

conselheiros, porém, em 49%, não há informações capazes de deixar claro a quais órgãos os benefícios se referem.

Entre os principais benefícios pagos aos conselheiros de administração foram encontrados:

- Plano de saúde (plano médico ou plano médico e odontológico);
- Previdência privada;
- Seguro (seguro de vida ou seguro de vida e seguro de acidentes pessoais);
- Vale refeição;

Os itens mais frequentes são plano médico e previdência privada.

12. Existe limite na remuneração variável ou baseada em ações?

Embora não seja obrigatória a divulgação no Formulário de referência, algumas empresas divulgam limites à remuneração variável. Foram encontrados os seguintes casos:

- 25% dos dividendos mínimos obrigatórios pagos aos acionistas;
- 1% do lucro líquido;
- 6 vezes a remuneração mensal ou 10% dos dividendos.

13. Possui comitê ligado à remuneração?

Vários comitês do conselho podem tratar sobre o assunto remuneração: comitê de recursos humanos, comitê de pessoas, comitê de nomeação, entre outros. Das empresas em análise, apenas 31% possuem comitê do conselho especializado em discutir assuntos de remuneração.

4.3.3 Remuneração dos comitês do conselho de administração

TABELA 31 - Remuneração dos Comitês do Conselho

	Sim	Não	NI	NSA
Companhia possui comitês	25	10		
Comitês são remunerados	15	10		
Membros de comitês recebem remuneração fixa além da remuneração como conselheiro?	11	2	2	20
% sobre o total de empresas	31,4%	5,7%	5,7%	57,1%

NI: não informado; NSA: não se aplica.

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

Entre os principais destaques desta sessão com relação às características da remuneração e conselheiros de administração destacam-se:

- *A transparência das informações sobre indicadores de remuneração variável ainda é baixa no geral e não distingue conselheiros de executivos;*
- *Existe diferenciação de remuneração entre conselheiros quanto à existência de incentivos de remuneração e é mais frequente nas empresas de controle familiar;*
- *Em 31% das empresas a remuneração divulgada não reflete a realidade total da remuneração, pois há remuneração suportada por empresas ligadas;*
- *Existência de benefícios como plano de saúde ou previdência privada é claramente divulgada em apenas 34% dos casos;*
- *A pouca presença da de comitês ligados à remuneração pode denotar pouca discussão do assunto remuneração nos conselhos de administração.*

4.3.4 Métricas da remuneração variável para conselheiros

Com relação às métricas usadas para definir a remuneração variável, nota-se nos itens anteriores que há uma confusão de conselheiros e

diretores nos textos do FR, sem destaque para as métricas de um ou outro muitas vezes, tratando ambos como administradores.

A própria literatura muitas vezes dedica-se mais a discutir os incentivos dos executivos do que dos conselheiros. Para Charam (2005), a definição da política de remuneração em uma empresa deve levar em conta quais os objetivos pretende-se atingir. Em relação à diretoria, o conselho deve definir o que espera que o presidente da empresa atinja. A política de remuneração deve levar em conta a influência da natureza do negócio, a dinâmica da indústria e a competição do mercado de atuação.

Portanto, este item aponta a frequência de menções aos tipos de métricas destacadas no FR que se referem tanto a conselheiros quanto a administradores. As menções às métricas não somam 100%, pois as empresas costumam mencionar mais de uma métrica. Os objetivos da política de remuneração, os principais indicadores de desempenho que são levados em conta na determinação de cada elemento da remuneração e como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho são apresentados no item 13.1 do FR.

TABELA 32 - Objetivo da política de remuneração

Atrair e reter profissionais	80%
Buscar alinhamento com o objetivo dos acionistas	69%
Buscar alinhamento com o objetivo da companhia	43%
Incentivar o alcance de metas previamente estabelecidas	40%
Buscar alinhamento com princípios e valores	23%
Alavancar resultados de forma sustentável	11%

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

Durante as entrevistas, foi muito ressaltada a necessidade dos conselheiros alinharem-se aos objetivos da empresa e não dos acionistas. Notamos que 69% das políticas referem-se a alinhamentos aos objetivos dos

acionistas, enquanto menos da metade lembra em suas políticas do alinhamento aos objetivos da companhia.

Com relação aos objetivos da política de remuneração estão elencados, sem exaurir os demais itens referenciados, os elementos que são mais citados no item 13.1 do FR das empresas analisadas. Entre a amostra, duas empresas, ou 5,7% da amostra, não fizeram referência a objetivos.

Com relação à forma de atualização da remuneração, 88,6% das empresas mencionam a comparação da grade salarial com os mercados de referência. Neste sentido, segue abaixo os parâmetros mais citados como considerados na determinação do montante da remuneração:

TABELA 33 - Parâmetros considerados na remuneração

Nível de responsabilidade	51,4%
Tempo dedicado	31,4%
Como posiciona a remuneração de seus administradores em relação ao mercado de referência:	28,6%
1) média	5,7%
2) mediana	11,4%
3) acima da média	5,7%
4) abaixo da média	2,9%
5) 3º quartil	2,9%
Não menciona nenhum parâmetro da remuneração de seus administradores em relação aos mercados de referência	71,4%

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

Nota-se que o tempo dedicado, fator preponderante nas entrevistas para determinação do salário do conselheiro, também apareceu nas políticas como um dos mais citados.

TABELA 34 - Métricas para remuneração variável dos administradores

	Percentual de empresas que mencionam
Resultado da companhia ou lucro líquido	74,3%

Metas predeterminadas ou alinhadas à estratégia	62,9%
Desempenho operacional ou faturamento	54,3%
Metas ou desempenho individuais	45,7%
Ebitda*	28,6%
Valorização das ações	17,1%
Retorno sobre capital empregado	14,3%
Cumprimento de objetivos referentes a sustentabilidade	11,4%
Redução de custos	8,6%
Dívida líquida	8,6%
Desempenho em relação a competidores	2,9%
Satisfação dos <i>stakeholders</i>	2,9%
Não menciona nenhuma métrica	5,7%

*EBITDA: métrica financeira que representa o lucro antes de juros (de dívidas), tributos, depreciação e amortização.
 Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

Cada empresa lista mais de uma métrica em seu FR. Na tabela acima, estão listadas por frequência de aparição. A lista acima não é exaustiva dos parâmetros mencionados.

Vale notar que é raro que haja clareza no Formulário de Referência sobre a definição de como estas métricas são mensuradas. As métricas são mencionadas, porém sem esclarecer qual o nível de atingimento esperado e mesmo sem precisar se estão todas as métricas listadas.

Entre os principais destaques desta sessão com relação às características da remuneração de conselheiros de administração destacam-se:

- *Os dados do FR não permitem entender claramente quais informações referem-se a conselheiros e quais a diretores;*
- *Menção ao alinhamento da remuneração ao interesse dos acionistas sobressai-se em relação ao interesse da empresa ou alinhamento com princípios e valores;*
- *O nível de responsabilidade e o tempo dedicado destacam-se entre os fatores determinantes da remuneração;*

- *Principais métricas consideradas no incentivo são atingimento de resultados, metas alinhadas a estratégia e desempenho operacional.*

4.3.5 Relação entre a remuneração variável dos conselheiros e dos executivos da mesma empresa

O Código do IBGC recomenda que as estruturas de incentivo da remuneração do conselho sejam diferentes daquelas empregadas para a gestão, e que caso haja remuneração referenciada em ações – já que incentivos de curto prazo não são recomendados pelo Código – o prazo deve ser superior ao dos gestores:

O acesso do conselheiro a uma eventual parcela da remuneração em ações ou nelas referenciada só deve ser permitido em prazo superior ao definido para os gestores. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA 2009)

4.3.6 Características da remuneração de diretores em relação aos conselheiros

TABELA 35 - Tipos de remuneração para diretoria e conselheiros

	Diretoria		Conselho de administração	
	Empresas	%	Empresas	%
Fixo + pós	16	9,7%	27	77,0%
Fixo + pós + variável	77	46,7%	21	12,7%
Fixo + pós + ações	12	7,3%	14	8,5%
Fixo + pós + variável + ações	59	35,8%	3	1,8%
Apenas ações	1	0,6%	–	0,0%
Total	165	100,0%	165	100,0%

Fonte: FR das empresas e Base de dados do IBGC. Elaborado pelo autor.

Os dados mostram que a estrutura de remuneração de conselheiros e diretores é bastante diferenciada. Enquanto a maior parte das empresas

paga apenas remuneração fixa para os conselheiros, na diretoria é bastante incomum, com apenas 10% das empresas não oferecem qualquer tipo de incentivo aos seus diretores.

Este dado está em linha com a pesquisa de Oliva e Albuquerque (2007), que detectou que em muitas empresas, a remuneração do conselheiro não contempla o componente variável como se viu na realidade da diretoria executiva.

Este contraste entre remuneração variável de conselheiros e coincide com os resultados das entrevistas e com o Código do IBGC, em que a remuneração do conselheiro não deve seguir os mesmos parâmetros da diretoria. Desta forma, os dados mostram que, apesar de os incentivos estarem bastante disseminados entre os executivos, essa tendência não se refletiu para o conselho de administração.

4.3.7 Características da remuneração de diretores em relação aos conselheiros (mesmas empresas)

Analisa-se a seguir, as empresas que oferecem incentivos a conselheiros e se as métricas são semelhantes através da análise da proporção da remuneração fixa para conselheiros e diretores da mesma empresa.

TABELA 36 - Comparação entre percentual de remuneração fixa do conselho e da diretoria

(em pontos percentuais)	Número de empresas	Percentual da amostra
Mesma proporção (diferença de até 5 p.p.):	7	18,4%
Diferença de 5,1 até 20 p.p.	14	36,8%
Diferença de 20,1 a 50 p.p.	15	39,5%
Diferença acima de 50,1p.p.	2	5,3%

Variável do CA maior que da diretoria	11	28,9%
---------------------------------------	----	-------

Obs.: Dados referentes aos valores divulgados no Formulário de Referência referentes a 2010.
Fonte: Elaborado pelo autor

Em 46% da amostra a diferença da proporção fixa da remuneração de conselheiros e executivos está entre 5 e 50 p.p.. Esta diferença permite afirmar que não há alinhamento excessivo entre conselheiros e diretores em relação à exposição a remuneração por incentivos, sendo a parcela variável do conselho inferior a da diretoria.

TABELA 37 - Diferenças de Incentivos entre diretores e conselheiros de acordo com o FR

	Sim	Não	NI	NSA
Remuneração variável do conselho tem as mesmas métricas da diretoria?	14 40,0%	9 25,7%	4 11,4%	8 22,9%
Remuneração por ações do conselho tem as mesmas métricas da diretoria?	3 8,6%	12 34,3%	7 20,0%	13 37,1%
Membros de comitês recebem remuneração fixa além da remuneração como conselheiro?	11 31,4%	3 8,6%	2 5,7%	19 54,3%

Fonte: FR das empresas, elaborado pelo autor.

As métricas de remuneração variável para diretoria e para o conselho são semelhantes em muitos casos. No caso da remuneração variável, a PLR é paga para 60% das empresas, e neste caso as métricas referem-se a lucro do exercício, ou seja, é a mesma para todos os administradores.

Nas remuneração baseada em ações para diretoria e para o conselho as métricas são mais diferenciadas do que na remuneração de curto prazo.

Entre os principais destaques desta sessão com relação ao alinhamento entre a remuneração de conselheiros e executivos destacam-se:

- *Não há alinhamento excessivo entre conselheiros e diretores em relação à exposição a remuneração por incentivos, sendo a parcela variável do conselho inferior a da diretoria;*
- *Em 60% dos casos, há pagamento de PLR, em que conselho e diretoria tem o lucro líquido como a métrica de desempenho em comum;*
- *A remuneração baseada em ações possui maior diferenciação de métricas entre conselho e diretoria.*

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou descrever a remuneração de conselheiros de administração no Brasil, terreno ainda não explorado devido à escassez de dados publicados até a publicação da Instrução Normativa n.º CVM 480, em 2009.

Buscou-se entender quais as formas de remuneração mais comuns para os conselheiros de administração e como o perfil da remuneração divide-se entre fixa e baseada em resultados. A realidade dos conselhos brasileiros reflete-se em remuneração fixa, explicada pela predominância da propriedade concentrada, em que o sócio controlador mantém-se mais próximo à gestão, requerendo dos conselhos de administração os papéis de monitoramento e aconselhamento. Nesse modelo, reduz-se a necessidade de incentivo ao conselheiro, pela remuneração atrelada a resultados. Outro fator relevante para a pouca existência de remuneração baseada em desempenho parece ser a dificuldade na criação de um modelo de incentivo de longo prazo, conforme recomendam as melhores práticas de GC, dado que o mandato do conselheiro de administração na empresa é por tempo limitado. Com relação à diferença do perfil de remuneração entre conselheiros e executivos, verificou-se que a remuneração variável está muito mais disseminada para executivos que para conselheiros, o que mostra não haver barreira cultura à remuneração baseada em resultados no Brasil. Com este dado, pode-se observar que a baixa existência de incentivos para conselheiros é um fator exclusivo da realidade dos conselheiros.

Entre as empresas que pagam remuneração baseada em resultados para conselheiros de administração, a remuneração de curto prazo ainda é mais disseminada que a remuneração de longo prazo não obstante a recomendação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, para o qual a remuneração de curto prazo para o conselho deve ser evitada e a de longo prazo deve ser sempre em prazo mais longo do que a remuneração da diretoria. As métricas de incentivo para conselheiros e executivos também parecem ser as mesmas, com destaque para métricas de

resultado anual, de lucro, desempenho operacional ou faturamento, metas alinhadas a estratégia e desempenho individual. A semelhança nestas métricas pode indicar uma necessidade de amadurecimento do mercado no sentido da criação de modelos mais elaborados para a remuneração de conselheiros de administração que levem em conta a característica do seu mandato, definido, e seu compromisso com o resultado de longo prazo em detrimento ao atingimento de metas de curto prazo.

As entrevistas com conselheiros de administração e especialistas em governança ressaltaram uma preferência por não oferecer remuneração variável aos conselheiros e quando for o caso, apenas em prazo mais longo do que o pago a diretoria. Há muita preocupação com a formação dos conselhos. Apesar da percepção de que as indicações ainda se façam por notoriedade dos conselheiros ou poder de influência junto a reguladores, há consenso de que os critérios da seleção de conselheiros devem respeitar a complementaridade de experiências do órgão. Com relação aos fatores que motivam os conselheiros, por sua experiência de vida e histórico profissional, os conselheiros motivam-se muito mais pela possibilidade de contribuição com sua experiência às empresas, participando de um debate de alto nível do que pela remuneração em si.

Observou-se que fatores como tamanho da empresa, setor de atuação e tipo de controle acionário podem ser fatores que diferenciam o montante pago aos conselheiros de administração no Brasil.

Para as empresas que pagam remuneração variável (bônus ou participação nos lucros) ou remuneração baseada em ações (ações ou opções de ações) para seus conselheiros de administração, analisou-se a qualidade das informações prestadas à CVM com relação às métricas e aos tipos de incentivos e verificou-se que ainda há muito a melhorar, tanto em termos de transparência quanto com relação à separação da explicação da remuneração do conselheiro e do diretor. Muito pouco se pode observar no detalhamento das políticas de remuneração para conselheiros em termos de como são estruturadas para incentivar o conselheiro. Também falta clareza nos dados com relação à diferenciação na remuneração entre conselheiros. Em alguns casos, apenas o conselheiro acionista ou o conselheiro executivo recebe

remuneração baseada em resultados e não há explicação que permita entender quais os critérios que determinam estes valores.

Do fato de tratarem-se incentivos para os dois órgãos da mesma forma, depreende-se que i) pode ainda não haver entendimento de que conselheiros e executivos possuem missões diferentes uma vez que os conselheiros monitoram os executivos; ii) pode não haver preocupação com o mercado usuário das informações, principalmente investidores, para quem é relevante entender quais indicadores os administradores da companhia levam em conta no direcionamento dos negócios.

Como limitações deste trabalho aponta-se a inexistência de séries históricas de dados passíveis de testes que pudessem determinar os fatores que influenciam a remuneração dos conselheiros, as relações entre remuneração e práticas de governança e o grau de independência do conselho em relação aos diretores.

Como próximos passos, ainda há muito para explorar sobre remuneração e governança no Brasil. Em que medida a concentração acionária no Brasil determina a forma da remuneração de conselheiros de administração? Qual o efeito da remuneração diferenciada entre conselheiros de uma mesma empresa sobre o bom funcionamento deste conselho? Após três anos de série histórica de divulgação dos valores de remuneração dos administradores, mais pesquisas quantitativas podem ser exploradas, como a quantificação da motivação dos conselheiros, a relação entre remuneração e potencial conflito de interesse e os fatores que determinam a troca de conselheiros independentes.

Apesar das limitações deste trabalho, espera-se ter contribuído para o conhecimento sobre conselhos de administração no país, tanto em teoria como na atuação prática, e espera-se que estas lacunas sejam preenchidas com próximos estudos.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO. A.; **Mercado Financeiro**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS (ABRASCA). **Código ABRASCA de autorregulação e boas práticas das companhias abertas**. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br>. Acesso em 15 mar. 2012.

AZEVEDO, S. **Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11092009-141955/>. Acesso em: 2 ago. 2012.

BAKER, G. P.; JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, 63(3), p. 593-616, 1988.

BARONTINI, R.; BOZZI, S.. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, 15(1), p. 59-89, 2011.

BEBCHUK, L.; FRIED, J. **Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge, Massachusetts and London: Harvard University Press, 2004.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. **Corporate governance and control**. **European Corporate Governance Institute**. Finance Working Paper n. 02/2002, 2005.

BERLE A. A.; MEANS C. M. **The modern corporation and private property**. 9. ed. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007.

BLACK, B.; CARVALHO, A.; GORBA E. Corporate governance in Brazil, 2010. **Working Paper**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1152454>. Acesso em: 4 mar. 2012.

CAPITAL ABERTO. **Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2011**, [S.I.], 2011.

BM&FBOVESPA . **Empresas listadas**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresaslistadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 maio 2011.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de Listagem**. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 4 fev. 2012.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 31 jan. 2012.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL (PREVI). **Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.previ.com.br>. Acesso em 20 dez. 2011.

CARMO, L. U.; SILVEIRA, A. M. Remuneração dos administradores: um mecanismo de governança problemático. **Revista Conjuntura Econômica**, São Paulo, v. 1, 10 jul. 2006.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2009.

CARVER, J.; OLIVER, C. **Conselhos de administração que geram valor**. São Paulo: Pensamento-Cultrix, 2002.

CARTER, C.; LORSCH, J. **Back to the drawing board**. Boston: Harvard Business School Publishing, 2004.

CHARAM, R. **Boards that deliver: advancing corporate governance from compliance to competitive advantage**. San Francisco: HB Printing, 2005.

CHAVES, R. A mudança regulatória da instrução CVM n. 480: um compromisso efetivo com a transparência. In: FONTES FILHO, J.; LEAL, R. **Governança corporativa: internacionalização e convergência**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 15 maio 2012.

CONYON, M. J. Executive Compensation and Incentives. **Academy of Management Perspectives**, 2006. Disponível em: <http://www2.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/executiveCompensationAndIncentives.pdf>. Acesso em: 10 out. 2011

CRESPI-CLADERA, R.; GISPERT-PELLICER, C. **Board Remuneration, Performance and Corporate Governance in Large Spanish Companies**, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=161869>>. Acesso em 15 maio 2012.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk. **Strategic Management Journal**, v. 32, p. 212-227, 2010.

DUTRA, M.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, 1983.

FERRARINI, G; MOLONEY, G; UNGUREANU, M. Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis. **Law Working Paper**, n° 126, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1418463>>. Acesso em 10 maio 2012.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC). **The UK Corporate Governance Code**. Disponível em: <http://www.frc.org.uk> .Acesso em 20 dez. 2011.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

GODOY A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 2, p. 57-53, 1995.

HAHN, P.; LASFER, M. The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings. **Journal of Management and Governance**, v. 15, n. 4, p. 589-601, 2010.

HARFORD, J. Takeover bids and target director's incentives: the impact of a bid on director's wealth and board seats. **Journal of Financial Economics**, v. 69, p. 51-83, 2003.

HOSKISSON, R.; CASTLETON, M.; WHITERS, M. Complementarity in monitoring and bonding: more intense monitoring leads to higher executive compensation. **Academy of Management Perspectives**, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 4. ed. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 27 fev. 2012.

_____. **Guia de Orientação Jurídica de Conselheiros de Administração e Diretores**. São Paulo: Série Cadernos de Governança Corporativa, v. 11, 2011.

_____. **Guia de orientação para planejamento de sucessão, avaliação e remuneração de Conselho de Administração e Diretor-Presidente**. São Paulo: Série Cadernos de Governança Corporativa, v. 10, 2012a.

_____. **Remuneração dos administradores**. 2012. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 8 mar. 2012b.

_____. **Base de dados de remuneração dos Administradores**. [S.l.], 2012c. Não publicado.

JENSEN, M. C; MECLKING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

MARCONDES, D.; FAMA, R. Premiação de executivos: o uso de opções de ações indexadas e ajustadas ao beta. **Revista de Administração**, v.38, n.4, p.355-363, 2003.

MAUG, E. Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate restructuring. **Journal of Corporate Finance**, v.3, p. 113-139, 1997.

McCLAIN, G. The Impact of outside director equity holdings on the mix of outside director compensation. **The Journal of Applied Business Research**, , vol. 27, n. 2, march/april 2011.

MINNICK K.; ZHAO M. Backdating and director incentives: money or reputation? **The Journal of Financial Research**, v. 32, n. 4, 2009.

MUSLU, V. Executive directors, pay disclosures, and incentive compensation in large European companies. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 25, Issue 4, p. 569-605, 2010.

NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS (NACD). **Director Compensation Report 2010-2011**. Washington, 2011.

NUNES, A. Análise das diferenças encontradas entre as demonstrações financeiras enviadas à CVM e à SEC, a respeito dos planos de incentivos em opções de ações. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 4., 2004, São Paulo. Anais. São Paulo: USP, 2004.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Principles of Corporate Governance**. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em 20 dez. 2011.

OLIVA, E.; ALBUQUERQUE, L. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)**, 4 (1), p. 61-73, 2007.

PINTO, M.; LEAL, R. Título do artigo. Disponível em: http://ricardoleal.wikispaces.com/file/view/404_completo.pdf. Acesso em: 9 ago. 2012.

PRADO, R. N. Remuneração de administradores. Governança corporativa e a crise financeira de 2008. In: FONTES FILHO, J.; LANCELLOTTI, R. **Governança corporativa em tempos de crise**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

QUIVY, R.; CAMPENHOUDT, L.V. **Manual de investigação em ciências sociais**. 5. ed. Lisboa: Gradiva, 2008.

RAPPAPORT, A. New thinking on how to link executive pay with performance. **Harvard Business Review**. p.91-101, March-April, 1999.

RYAN, H.; WIGGINGS, R. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. **Journal of Financial Economics**. v. 73, 2004.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Employee Stock Options Plans**. Disponível em <http://www.sec.gov/answers/empopt.htm>. Acesso em: 10 abr. 2012.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez, 2007.

SILVA, A.; LEAL, R. **IPGC – Índice de Práticas de Governança Corporativa**. [S.I.], 2009. Não publicado.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A.; LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.; BARROS L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995764>. Acesso em: 27 fev. 2012.

SILVEIRA, A.; SAITO, R. Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices, and main challenges. 2008. **Working Paper Series**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1268485>>. Acesso em: 4 mar. 2012.

THE SOUTH AFRICAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (SAICA). **The King Report on Corporate Governance – King III**. Disponível em: [http://www. Saica.co.za](http://www.Saica.co.za) .Acesso em 20 dez. 2011.

YERMACK, D. Remuneration, retention and reputation incentives for outside directors. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, 2004.

ZEGHAL D.; ELLEUCH S. The effect of the board of director's quality on compensation fess. **Irish Accounting Review**, v. 18, n. 1. 2011.

APÊNDICE I

Carta-Convite para as entrevistas

Prezado xxx,

Estou realizando uma dissertação de mestrado cujo tema é “Política de Remuneração de Conselheiros de Administração no Brasil” na PUC- SP, orientada pela profa. Dra. Neusa Maria Bastos dos Santos, e gostaria de convidá-lo para participar de uma entrevista individual, presencial ou por telefone, de cerca de 20 minutos, para conhecer sua opinião sobre o tema.

A dissertação pretende verificar as características da remuneração dos conselheiros no Brasil, particularmente entre fixa e variável, e o papel da remuneração na motivação dos conselheiros. Esta entrevista visa conhecer a opinião de conselheiros de administração de empresas brasileiras e especialistas em governança sobre as características dessa remuneração.

A entrevista não será divulgada e os resultados discutidos de forma agregada. Pretendo citar apenas o nome e especialidade dos entrevistados, mediante sua autorização formal, e pequenos trechos da entrevista mas sem identificação do respondente. Serão entrevistados entre 10 a 15 conselheiros e especialistas.

Certa de sua colaboração para que possamos contribuir para o estudo do Conselho de Administração no Brasil, agradeço antecipadamente.

Cordialmente,

Adriane Cristina dos Santos de Almeida
Mestranda
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas - PUC-SP

APÊNDICE II

Roteiro de entrevistas

Nome:

Atividade:/Especialidade:

Telefone: /Email:

Data:

Tipo de entrevista (Pessoal ou Telefone):

A entrevista vai focar em i) sua opinião sobre remuneração variável para conselheiros, ii) o que determina o montante pago ao conselheiro; iii) fatores de motivação para os conselheiros executarem um bom trabalho; iv) o que determina a contratação dos conselheiros; v) sua opinião sobre a situação brasileira atual.

1. Com base em seu conhecimento e experiência, considera que o conselheiro de administração deve receber algum tipo de incentivo financeiro variável, seja de curto ou de longo prazo?
2. Quais fatores acredita serem determinantes no montante pago aos conselheiros de administração?
3. Quais fatores incentivam os conselheiros a dedicarem-se a sua atividade? -
4. Quais fatores são determinantes na contratação de conselheiros no Brasil?
5. Hoje, 25% das empresas dos níveis de governança oferecem algum tipo de remuneração variável ao conselheiro de administração, seja bônus, ações, ou stock options. Por que acha que a remuneração variável é pouco difundida no Brasil?

ANEXO I - Legislação sobre o Conselho de Administração de companhias abertas no Brasil

Conselho de Administração – Lei 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas

Conselho de Administração

Composição

Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - o modo de substituição dos conselheiros;

III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Voto Múltiplo

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembléia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembléia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos, serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembléia-geral importará destituição dos demais membros, procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembléia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 8º A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 9º [\(VETADO\)](#) [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Competência

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; [\(Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009\)](#)

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

§ 1º Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4º, se houver. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

SEÇÃO II

Diretoria

Composição

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 assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;

II - o modo de sua substituição;

III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.

§ 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.

Representação

Art. 144. No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular.

Parágrafo único. Nos limites de suas atribuições e poderes, é lícito aos diretores constituir mandatários da companhia, devendo ser especificados no instrumento os atos ou operações que poderão praticar e a duração do mandato, que, no caso de mandato judicial, poderá ser por prazo indeterminado.

SEÇÃO III

Administradores

Normas Comuns

Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

Requisitos e Impedimentos

Art. 146. Poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os diretores ser residentes no País. ([Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011](#)).

§ 1º A ata da assembléia-geral ou da reunião do conselho de administração que eleger administradores deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, devendo ser arquivada no registro do comércio e publicada. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 2º A posse do conselheiro residente ou domiciliado no exterior fica condicionada à constituição de representante residente no País, com poderes para receber citação em ações contra ele propostas com base na legislação societária, mediante procuração com prazo de

validade que deverá estender-se por, no mínimo, 3 (três) anos após o término do prazo de gestão do conselheiro. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembléia-geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que: [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

II - tiver interesse conflitante com a sociedade. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 4º A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Garantia da Gestão

Art. 148. O estatuto pode estabelecer que o exercício do cargo de administrador deva ser assegurado, pelo titular ou por terceiro, mediante penhor de ações da companhia ou outra garantia.

Parágrafo único. A garantia só será levantada após aprovação das últimas contas apresentadas pelo administrador que houver deixado o cargo.

Investidura

Art. 149. Os conselheiros e diretores serão investidos nos seus cargos mediante assinatura de termo de posse no livro de atas do conselho de administração ou da diretoria, conforme o caso.

§ 1º Se o termo não for assinado nos 30 (trinta) dias seguintes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito, salvo justificação aceita pelo órgão da administração para o qual tiver sido eleito. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º O termo de posse deverá conter, sob pena de nulidade, a indicação de pelo menos um domicílio no qual o administrador receberá as citações e intimações em processos administrativos e judiciais relativos a atos de sua gestão, as quais reputar-se-ão cumpridas mediante entrega no domicílio indicado, o qual somente poderá ser alterado mediante comunicação por escrito à companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Substituição e Término da Gestão

Art. 150. No caso de vacância do cargo de conselheiro, salvo disposição em contrário do estatuto, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e servirá até a primeira assembléia-geral. Se ocorrer vacância da maioria dos cargos, a assembléia-geral será convocada para proceder a nova eleição.

§ 1º No caso de vacância de todos os cargos do conselho de administração, compete à diretoria convocar a assembléia-geral.

§ 2º No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembléia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembléia, os atos urgentes de administração da companhia.

§ 3º O substituto eleito para preencher cargo vago completará o prazo de gestão do substituído.

§ 4º O prazo de gestão do conselho de administração ou da diretoria se estende até a investidura dos novos administradores eleitos.

Renúncia

Art. 151. A renúncia do administrador torna-se eficaz, em relação à companhia, desde o momento em que lhe for entregue a comunicação escrita do renunciante, e em relação a terceiros de boa-fé, após arquivamento no registro de comércio e publicação, que poderão ser promovidos pelo renunciante.

Remuneração

Art. 152. A assembléia-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. ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997](#))

§ 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.

§ 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.

SEÇÃO IV

Deveres e Responsabilidades

Dever de Diligência

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

Dever de Lealdade

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Conflito de Interesses

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Dever de Informar

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures

convertíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Responsabilidade dos Administradores

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

- I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;
- II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

Ação de Responsabilidade

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.

§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

Órgãos Técnicos e Consultivos

Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.

APÊNDICE I

Carta-Convite para as entrevistas

Prezado xxx,

Estou realizando uma dissertação de mestrado cujo tema é “Política de Remuneração de Conselheiros de Administração no Brasil” na PUC- SP, orientada pela profa. Dra. Neusa Maria Bastos dos Santos, e gostaria de convidá-lo para participar de uma entrevista individual, presencial ou por telefone, de cerca de 20 minutos, para conhecer sua opinião sobre o tema.

A dissertação pretende verificar as características da remuneração dos conselheiros no Brasil, particularmente entre fixa e variável, e o papel da remuneração na motivação dos conselheiros. Esta entrevista visa conhecer a opinião de conselheiros de administração de empresas brasileiras e especialistas em governança sobre as características dessa remuneração.

A entrevista não será divulgada e os resultados discutidos de forma agregada. Pretendo citar apenas o nome e especialidade dos entrevistados, mediante sua autorização formal, e pequenos trechos da entrevista mas sem identificação do respondente. Serão entrevistados entre 10 a 15 conselheiros e especialistas.

Certa de sua colaboração para que possamos contribuir para o estudo do Conselho de Administração no Brasil, agradeço antecipadamente.

Cordialmente,

Adriane Cristina dos Santos de Almeida
Mestranda
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas - PUC-SP

APÊNDICE II

Roteiro de entrevistas

Nome:

Atividade:/Especialidade:

Telefone: /Email:

Data:

Tipo de entrevista (Pessoal ou Telefone):

A entrevista vai focar em i) sua opinião sobre remuneração variável para conselheiros, ii) o que determina o montante pago ao conselheiro; iii) fatores de motivação para os conselheiros executarem um bom trabalho; iv) o que determina a contratação dos conselheiros; v) sua opinião sobre a situação brasileira atual.

1. Com base em seu conhecimento e experiência, considera que o conselheiro de administração deve receber algum tipo de incentivo financeiro variável, seja de curto ou de longo prazo?
2. Quais fatores acredita serem determinantes no montante pago aos conselheiros de administração?
3. Quais fatores incentivam os conselheiros a dedicarem-se a sua atividade? -
4. Quais fatores são determinantes na contratação de conselheiros no Brasil?
5. Hoje, 25% das empresas dos níveis de governança oferecem algum tipo de remuneração variável ao conselheiro de administração, seja bônus, ações, ou stock options. Por que acha que a remuneração variável é pouco difundida no Brasil?

ANEXO I - Legislação sobre o Conselho de Administração de companhias abertas no Brasil

Conselho de Administração – Lei 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas

Conselho de Administração

Composição

Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - o modo de substituição dos conselheiros;

III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Voto Múltiplo

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembléia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembléia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos, serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembléia-geral importará destituição dos demais membros, procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembléia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 8º A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 9º [\(VETADO\)](#) [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Competência

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; [\(Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009\)](#)

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

§ 1º Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4º, se houver. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

SEÇÃO II

Diretoria

Composição

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:

I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;

II - o modo de sua substituição;

III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.

§ 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.

Representação

Art. 144. No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular.

Parágrafo único. Nos limites de suas atribuições e poderes, é lícito aos diretores constituir mandatários da companhia, devendo ser especificados no instrumento os atos ou operações que poderão praticar e a duração do mandato, que, no caso de mandato judicial, poderá ser por prazo indeterminado.

SEÇÃO III

Administradores

Normas Comuns

Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

Requisitos e Impedimentos

Art. 146. Poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os diretores ser residentes no País. ([Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011](#)).

§ 1º A ata da assembleia-geral ou da reunião do conselho de administração que eleger administradores deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, devendo ser arquivada no registro do comércio e publicada. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 2º A posse do conselheiro residente ou domiciliado no exterior fica condicionada à constituição de representante residente no País, com poderes para receber citação em ações contra ele propostas com base na legislação societária, mediante procuração com prazo de

validade que deverá estender-se por, no mínimo, 3 (três) anos após o término do prazo de gestão do conselheiro. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembléia-geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que: [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

II - tiver interesse conflitante com a sociedade. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 4º A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Garantia da Gestão

Art. 148. O estatuto pode estabelecer que o exercício do cargo de administrador deva ser assegurado, pelo titular ou por terceiro, mediante penhor de ações da companhia ou outra garantia.

Parágrafo único. A garantia só será levantada após aprovação das últimas contas apresentadas pelo administrador que houver deixado o cargo.

Investidura

Art. 149. Os conselheiros e diretores serão investidos nos seus cargos mediante assinatura de termo de posse no livro de atas do conselho de administração ou da diretoria, conforme o caso.

§ 1º Se o termo não for assinado nos 30 (trinta) dias seguintes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito, salvo justificação aceita pelo órgão da administração para o qual tiver sido eleito. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º O termo de posse deverá conter, sob pena de nulidade, a indicação de pelo menos um domicílio no qual o administrador receberá as citações e intimações em processos administrativos e judiciais relativos a atos de sua gestão, as quais reputar-se-ão cumpridas mediante entrega no domicílio indicado, o qual somente poderá ser alterado mediante comunicação por escrito à companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Substituição e Término da Gestão

Art. 150. No caso de vacância do cargo de conselheiro, salvo disposição em contrário do estatuto, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e servirá até a primeira assembléia-geral. Se ocorrer vacância da maioria dos cargos, a assembléia-geral será convocada para proceder a nova eleição.

§ 1º No caso de vacância de todos os cargos do conselho de administração, compete à diretoria convocar a assembléia-geral.

§ 2º No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembléia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembléia, os atos urgentes de administração da companhia.

§ 3º O substituto eleito para preencher cargo vago completará o prazo de gestão do substituído.

§ 4º O prazo de gestão do conselho de administração ou da diretoria se estende até a investidura dos novos administradores eleitos.

Renúncia

Art. 151. A renúncia do administrador torna-se eficaz, em relação à companhia, desde o momento em que lhe for entregue a comunicação escrita do renunciante, e em relação a terceiros de boa-fé, após arquivamento no registro de comércio e publicação, que poderão ser promovidos pelo renunciante.

Remuneração

Art. 152. A assembléia-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. ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997](#))

§ 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.

§ 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.

SEÇÃO IV

Deveres e Responsabilidades

Dever de Diligência

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

Dever de Lealdade

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Conflito de Interesses

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Dever de Informar

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures

conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Responsabilidade dos Administradores

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

- I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;
- II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

Ação de Responsabilidade

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.

§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

Órgãos Técnicos e Consultivos

Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.

APÊNDICE I

Carta-Convite para as entrevistas

Prezado xxx,

Estou realizando uma dissertação de mestrado cujo tema é “Política de Remuneração de Conselheiros de Administração no Brasil” na PUC- SP, orientada pela profa. Dra. Neusa Maria Bastos dos Santos, e gostaria de convidá-lo para participar de uma entrevista individual, presencial ou por telefone, de cerca de 20 minutos, para conhecer sua opinião sobre o tema.

A dissertação pretende verificar as características da remuneração dos conselheiros no Brasil, particularmente entre fixa e variável, e o papel da remuneração na motivação dos conselheiros. Esta entrevista visa conhecer a opinião de conselheiros de administração de empresas brasileiras e especialistas em governança sobre as características dessa remuneração.

A entrevista não será divulgada e os resultados discutidos de forma agregada. Pretendo citar apenas o nome e especialidade dos entrevistados, mediante sua autorização formal, e pequenos trechos da entrevista mas sem identificação do respondente. Serão entrevistados entre 10 a 15 conselheiros e especialistas.

Certa de sua colaboração para que possamos contribuir para o estudo do Conselho de Administração no Brasil, agradeço antecipadamente.

Cordialmente,

Adriane Cristina dos Santos de Almeida
Mestranda
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas - PUC-SP

APÊNDICE II

Roteiro de entrevistas

Nome:

Atividade:/Especialidade:

Telefone: /Email:

Data:

Tipo de entrevista (Pessoal ou Telefone):

A entrevista vai focar em i) sua opinião sobre remuneração variável para conselheiros, ii) o que determina o montante pago ao conselheiro; iii) fatores de motivação para os conselheiros executarem um bom trabalho; iv) o que determina a contratação dos conselheiros; v) sua opinião sobre a situação brasileira atual.

1. Com base em seu conhecimento e experiência, considera que o conselheiro de administração deve receber algum tipo de incentivo financeiro variável, seja de curto ou de longo prazo?
2. Quais fatores acredita serem determinantes no montante pago aos conselheiros de administração?
3. Quais fatores incentivam os conselheiros a dedicarem-se a sua atividade? -
4. Quais fatores são determinantes na contratação de conselheiros no Brasil?
5. Hoje, 25% das empresas dos níveis de governança oferecem algum tipo de remuneração variável ao conselheiro de administração, seja bônus, ações, ou stock options. Por que acha que a remuneração variável é pouco difundida no Brasil?

ANEXO I - Legislação sobre o Conselho de Administração de companhias abertas no Brasil

Conselho de Administração – Lei 6.404 de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas

Conselho de Administração

Composição

Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - o modo de substituição dos conselheiros;

III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Voto Múltiplo

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembléia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembléia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos, serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembléia-geral importará destituição dos demais membros, procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembléia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 8º A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 9º [\(VETADO\)](#) [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Competência

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; [\(Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009\)](#)

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

§ 1º Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4º, se houver. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

SEÇÃO II

Diretoria

Composição

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:

I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;

II - o modo de sua substituição;

III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

IV - as atribuições e poderes de cada diretor.

§ 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.

§ 2º O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.

Representação

Art. 144. No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular.

Parágrafo único. Nos limites de suas atribuições e poderes, é lícito aos diretores constituir mandatários da companhia, devendo ser especificados no instrumento os atos ou operações que poderão praticar e a duração do mandato, que, no caso de mandato judicial, poderá ser por prazo indeterminado.

SEÇÃO III

Administradores

Normas Comuns

Art. 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores.

Requisitos e Impedimentos

Art. 146. Poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os diretores ser residentes no País. ([Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011](#)).

§ 1º A ata da assembleia-geral ou da reunião do conselho de administração que eleger administradores deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, devendo ser arquivada no registro do comércio e publicada. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 2º A posse do conselheiro residente ou domiciliado no exterior fica condicionada à constituição de representante residente no País, com poderes para receber citação em ações contra ele propostas com base na legislação societária, mediante procuração com prazo de

validade que deverá estender-se por, no mínimo, 3 (três) anos após o término do prazo de gestão do conselheiro. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembléia-geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que: [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

II - tiver interesse conflitante com a sociedade. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 4º A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Garantia da Gestão

Art. 148. O estatuto pode estabelecer que o exercício do cargo de administrador deva ser assegurado, pelo titular ou por terceiro, mediante penhor de ações da companhia ou outra garantia.

Parágrafo único. A garantia só será levantada após aprovação das últimas contas apresentadas pelo administrador que houver deixado o cargo.

Investidura

Art. 149. Os conselheiros e diretores serão investidos nos seus cargos mediante assinatura de termo de posse no livro de atas do conselho de administração ou da diretoria, conforme o caso.

§ 1º Se o termo não for assinado nos 30 (trinta) dias seguintes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito, salvo justificação aceita pelo órgão da administração para o qual tiver sido eleito. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

§ 2º O termo de posse deverá conter, sob pena de nulidade, a indicação de pelo menos um domicílio no qual o administrador receberá as citações e intimações em processos administrativos e judiciais relativos a atos de sua gestão, as quais reputar-se-ão cumpridas mediante entrega no domicílio indicado, o qual somente poderá ser alterado mediante comunicação por escrito à companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Substituição e Término da Gestão

Art. 150. No caso de vacância do cargo de conselheiro, salvo disposição em contrário do estatuto, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e servirá até a primeira assembléia-geral. Se ocorrer vacância da maioria dos cargos, a assembléia-geral será convocada para proceder a nova eleição.

§ 1º No caso de vacância de todos os cargos do conselho de administração, compete à diretoria convocar a assembléia-geral.

§ 2º No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembléia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembléia, os atos urgentes de administração da companhia.

§ 3º O substituto eleito para preencher cargo vago completará o prazo de gestão do substituído.

§ 4º O prazo de gestão do conselho de administração ou da diretoria se estende até a investidura dos novos administradores eleitos.

Renúncia

Art. 151. A renúncia do administrador torna-se eficaz, em relação à companhia, desde o momento em que lhe for entregue a comunicação escrita do renunciante, e em relação a terceiros de boa-fé, após arquivamento no registro de comércio e publicação, que poderão ser promovidos pelo renunciante.

Remuneração

Art. 152. A assembléia-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. [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

§ 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.

§ 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.

SEÇÃO IV

Deveres e Responsabilidades

Dever de Diligência

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

Dever de Lealdade

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Conflito de Interesses

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Dever de Informar

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures

convertíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Responsabilidade dos Administradores

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

- I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;
- II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

Ação de Responsabilidade

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.

§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

Órgãos Técnicos e Consultivos

Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.