

# **PESQUISA EMPÍRICA SOBRE PROGRAMAS DE OPÇÕES SOBRE AÇÕES PARA FUNCIONÁRIOS EM EMPRESAS NO BRASIL**

## **Autores**

**ANDRÉ WAKAMATSU**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

**HERBERT KIMURA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

**LEONARDO FERNANDO CRUZ BASSO**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

## **RESUMO**

Nos últimos anos, tem crescido a preocupação com a gestão econômico-financeira voltada para a criação de valor, evidenciando a importância de uma avaliação de desempenho baseada em fluxos de longo prazo, ao invés de resultados de curto prazo, como é o caso do lucro em um determinado período. Os conflitos de interesse, que se tornaram evidentes com os escândalos de diversas empresas, e as perdas de valor de companhias ligadas à alta tecnologia colocaram os planos de remuneração de executivos em evidência. Os planos de remuneração variável de opções sobre ações têm sido amplamente discutidos, tanto por acadêmicos quanto por praticantes, para identificar falhas nos atuais programas de *stock options* e para propor alternativas que aprimorem os mecanismos de remuneração de longo prazo, diminuindo conflitos de agência. Neste trabalho, comparando as características dos planos implementados com as características que seriam mais adequadas e considerando o referencial teórico levantado, avalia-se de maneira descritiva se existe uma convergência entre teoria e prática no Brasil a respeito de programas de *stock options* e criação de riqueza. Devido à limitação do número de observações, as análises são descritivas.

## **1. INTRODUÇÃO**

Em um ambiente altamente dinâmico e competitivo, muitas empresas procuram melhores formas de avaliação de desempenho que as utilizadas atualmente. Apesar de inicialmente estarem preocupadas com o acompanhamento de medidas financeiras de curto prazo, as empresas estão cada vez mais em busca de medidas de criação de valor para o acionista em longo prazo.

Neste contexto, o surgimento de medidas de valor econômico agregado e de valorização do preço de mercado das ações constitui importante passo para a implantação de mecanismos mais adequados para avaliação de performance, sendo necessário o alinhamento entre a gestão da empresa e os interesses do acionista através da definição de incentivos aos administradores e funcionários.

Assim, após definir um método para avaliar a criação de valor de uma empresa, deve-se elaborar os planos de incentivos para gerentes e funcionários trabalharem para criar riqueza para os acionistas. Isto pode ser obtido utilizando-se planos de remuneração como, no caso deste estudo, os planos de concessão de opções sobre ações aos funcionários ou *employee stock options plans*.

Estudos recentes mostram que características fundamentais para compatibilizar criação de valor e remuneração variável não estão presentes na maioria dos programas de concessão de opções sobre ações em empresas americanas. No Brasil, os volumes de *stock options* ainda são muito pequenos quando comparados com os volumes dos programas americanos.

Tendo em vista que programas de remuneração de longo prazo não são disseminados no país, esta pesquisa tem por objetivo fazer um levantamento inicial sobre as características dos planos de opções sobre ações para funcionários implementados em empresas conduzindo negócios no Brasil. Neste trabalho, avalia-se de maneira descritiva se existe uma convergência entre teoria e prática no Brasil a respeito de programas de *stock options* e criação de riqueza.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Remuneração Variável

O sistema de remuneração tem como objetivo atrair e reter empregados, motivá-los e aumentar seu comprometimento e sua lealdade para com a organização (KANUNGO e MENDONÇA, 1997; DECENZO e ROBBINS, 2004). O objetivo é melhorar o desempenho dos negócios e tornar a empresa mais competitiva colocando parcela do pagamento dos empregados dependendo do alcance de metas e objetivos (MARTINS e BARBOSA, 2001; XAVIER et al., 1999). A possibilidade de vincular a remuneração e o resultado efetivamente realizado é uma das principais razões que levam as empresas a adotarem a remuneração variável (XAVIER et al. 1999). Na Tabela 1 são mostrados os modelos de remuneração variável mais utilizados no Brasil, segundo Xavier et al. (1999).

Tabela 1: Modelos de Remuneração Variável

Modelo	Definição
<b>Bônus ou gratificação</b>	Utilizado principalmente por grandes empresas multinacionais para remunerar os altos escalões. Os valores são pagos periodicamente, em razão do resultado obtido, geralmente lucro líquido.
<b>Comissão</b>	É a forma mais antiga e tradicional de remuneração. Utilizada principalmente para remunerar os funcionários da área comercial, consiste em um percentual sobre o volume de vendas.
<b>Incentivos ou campanha</b>	Utilizado principalmente para o alcance de metas preestabelecidas, tem um tempo de duração determinado. O pagamento é feito por meio de bens, serviços ou viagens.
<b>Participação nos resultados (Gainsharing)</b>	É a distribuição de ganhos financeiros decorrentes de aumento de produtividade, redução de custos, ou melhoria de outras metas predeterminadas.
<b>Participação nos lucros (Profitssharing)</b>	É a distribuição de parte do lucro da empresa segundo critérios preestabelecidos.
<b>Participação acionária</b>	É uma forma de incentivo de longo prazo, geralmente destinada aos cargos de direção de empresas de capital aberto. Caracteriza-se pela distribuição ou venda facilitada de ações, que podem ser negociadas, após um período de carência.

Fonte: Xavier et al. (1999)

Um sistema de remuneração inclui itens de recompensa monetários e não-monetários. Dentre os itens monetários, podem ser destacados pagamentos em dinheiro e benefícios. Os

planos de incentivo são pagamentos feitos quando o empregado excede determinadas metas organizacionais, podendo ser individuais ou em grupo. São usados para produzir resultados específicos como aumento no volume de produção, aumento no volume de vendas, aumento de lucro e redução nos custos (KANUNGO e MENDONÇA, 1997).

Os incentivos individuais são utilizados quando objetivos específicos de desempenho podem ser fixados e as tarefas são independentes, porém podem gerar problemas como aumento da competição no ambiente de trabalho e levar os empregados a executar somente as tarefas que são remuneradas. Já os incentivos em grupo são preferíveis quando as tarefas são interdependentes e exigem cooperação entre os empregados, porém podem surgir problemas quando o empregado tiver dificuldade para relacionar seus esforços com o resultado da organização (DECENZO e ROBBINS, 2004).

Neste sentido, a falta de uma relação direta entre o esforço e a capacidade do funcionário e os incentivos proporcionados pela empresa pode prejudicar o alinhamento de interesses. (KANUNGO e MENDONÇA, 1997). Assim, no programa de remuneração variável é necessário considerar as estratégias, a estrutura, os valores, os processos e as pessoas. O programa precisa ser flexível, ter mobilidade para se ajustar às circunstâncias dinâmicas do ambiente (XAVIER et al., 1999).

Uma forma de incentivo de longo prazo ainda pouco difundida no Brasil fundamenta-se em opções sobre ações para funcionários, que é o foco desta pesquisa. Assim, pode-se incluir então, dentre as formas de incentivo a concessão de opções sobre ações que representa um mecanismo que dá ao funcionário direitos de compra futura de ações da companhia por um preço pré-determinado.

## **2.2. Concessão de opções sobre ações**

Uma opção é um instrumento financeiro que dá ao titular o direito, mas não a obrigação, de exercer determinada atitude no futuro (HULL, 2000; DAMODARAN, 2001). Como possui um direito, mas não uma obrigação, o titular da opção pode deixá-la expirar, sem exercê-la.

Existem dois tipos de opções: de compra e de venda. A opção de compra tradicional ou call option concede ao titular da opção o direito de comprar um ativo a um preço fixo, denominado preço de exercício (strike ou exercise price). A opção de venda tradicional concede ao titular o direito de vender a ação a um preço fixo no período negociado. O preço pago pelo direito é denominado de prêmio da opção. O ativo ao qual a opção está atrelada representa o ativo-objeto. No caso de planos de stock options, o ativo-objeto é representado pelas ações da empresa.

A data final em que a opção pode ser exercida, é conhecida como data de vencimento. Uma opção européia pode ser exercida somente na data do vencimento. Já uma opção americana pode ser exercida a qualquer momento, até a data de vencimento (BESSADA, 1994).

Um contrato de opção envolve dois indivíduos. O primeiro tipo de participante é o investidor, também chamado de possuidor ou comprador ou titular da opção. Este indivíduo detém o direito de exercer a opção. O segundo tipo de participante é o lançador, vendedor da opção, que outorga a opção. O lançador assume a obrigação de honrar a opção, se o titular exercer o direito.

No caso de exercício de uma opção de compra pelo titular, o lançador da call tem a obrigação de vender o ativo-objeto pelo strike price. No caso de o titular de uma opção de venda exercer seu direito, o lançador da put deve comprar o ativo-objeto pelo preço de

exercício. Na maioria das situações, os planos de stock options para funcionários envolvem call options tradicionais sobre ações das empresas.

Como os planos de remuneração variável se baseiam na concessão de opções de compra, é interessante avaliar quando um executivo pode exercer seu direito. No prazo de vencimento, caso o valor da ação seja superior ao preço do exercício, o comprador exerce seu direito de comprar o ativo-objeto por um preço abaixo ao valor de mercado. Caso o valor da ação seja menor que o preço de exercício o comprador não exerce a opção, perdendo apenas o montante equivalente ao prêmio pago pelo direito.

No ambiente de investimento de hoje, a maioria dos investidores foca primeiramente sobre o retorno relativo quando se trata de avaliar o sucesso de um investimento. A maioria mantém um portfólio diversificado composto de fundos mútuos e de ações individuais. Estes investidores ficam satisfeitos quando uma ação particular (ou fundo mútuo) supera seu benchmark, e eles ficam insatisfeitos quando o resultado fica inferior ao benchmark.

Johnson (1999) argumenta que empresas deveriam alinhar a administração dos programas de opções em ações com os que premiam retornos relativos ao setor em que a empresa se encontra reduzindo a ligação entre o aumento absoluto do preço da ação para um componente muito menor. Na Tabela 2 são apresentados os seis fatores básicos que afetam os preços das opções.

Tabela 2: Fatores determinantes do preço das opções

Fator	Opção de Compra	Opção de Venda
Aumento do preço da ação	Aumenta	Diminui
Aumento do preço do exercício da ação	Diminui	Aumenta
Aumento na variância da ação	Aumenta	Aumenta
Aumento no tempo de expiração	Aumenta	Aumenta
Aumento nas taxas de juros	Aumenta	Diminui
Aumento no montante de dividendos pagos	Diminui	Aumenta

Fonte: DAMODARAN (2001).

As opções em ação convencionais premiam apenas aumentos absolutos nos preços das ações e são indicadores pouco correlacionados com a criação de valor real. Estas opções conduzem a um desalinhamento entre criação de valor e o pagamento à administração responsável por zelar pelo patrimônio da empresa, além de não obedecerem ao princípio econômico de uma relação proporcional entre risco e retorno.

### 2.3. Criação de Valor

Pode-se dividir os indicadores voltados para mensurar a criação de valor em uma empresa em dois grandes blocos: as medidas de caráter econômico e financeiro tradicionais e as medidas de valor adicionado.

Medidas tradicionais consideram ser suficiente a produção de um lucro que cubra o custo de capital de terceiros para que a empresa seja geradora de valor. Medidas relativamente antigas, mas que estão ressurgindo com grande intensidade como o valor econômico adicionado (Economic Value Added), incorporam ao seu referencial teórico um custo para o capital próprio (PETERSON e PETERSON, 2000). Desta forma, olhar para o lucro pós-tributação e pós-despesas financeiras não é suficiente, pois o desconto do custo de capital próprio pode produzir um valor negativo (STEWART, 1991).

Deve-se destacar que a criação de valor de acordo com as medidas de valor adicionado implica em criação de valor segundo as medidas tradicionais, porém a relação oposta pode

não se verificar. Para haver valor adicionado é necessário haver lucro, mas lucro não implica em valor econômico adicionado. Uma visão alternativa consiste em se associar a criação de valor com o aumento do preço das ações (BLACK et al, 2001).

No que concerne a executivos, empregados e clientes não há uma implicação direta entre geração de lucro, associada aqui com a criação de valor, e nem uma melhora da posição relativa. Também não se pode inferir que um aumento das taxas de retorno melhore a posição dos empregados a menos que planos de participação na geração de valor ou lucros sejam estabelecidos pela empresa.

O mesmo é válido para as medidas de valor adicionado. Um valor econômico adicionado maior não implica em melhora de posição, representada aqui por dinheiro em caixa, para executivos e empregados. Por isso, a escolha de um método para mensurar a criação de valor é apenas um dos componentes de um plano de incentivos, pois este deve realizar o alinhamento entre os interesses dos proprietários e os interesses dos funcionários balanceando três objetivos principais: potencial para alavancagem de riqueza, retenção de empregados e racionalização de custos.

O potencial para a alavancagem de riqueza mede a força de uma forma de incentivo em alinhar as recompensas para os acionistas com a dos diretores. Colocando de outra forma, o potencial para a alavancagem de riqueza mede a sensibilidade da riqueza esperada do corpo administrativo oriunda de mudanças no valor da riqueza dos acionistas.

Alinhamentos relacionam-se com o que os economistas financeiros chamam de custos de agenciamento (EHRBAR, 1998). Como agentes, os diretores provavelmente, perseguirão seus próprios interesses que, se não alinhados com os interesses dos acionistas, poderão conduzir a um pobre desempenho da empresa. O alinhamento total é alcançado quando a riqueza dos diretores e dos acionistas se move na mesma direção. A opção por trabalhar com custos baixos pode ocasionar a fuga de empregados competentes, ameaçando a própria criação de riqueza.

Quando se deseja optar por uma maior criação de valor deve-se ter em mente o caminho indicado na Figura 1, em que é mostrado o potencial das opções em ações como instrumentos de gestão voltados para a criação de valor ou riqueza.

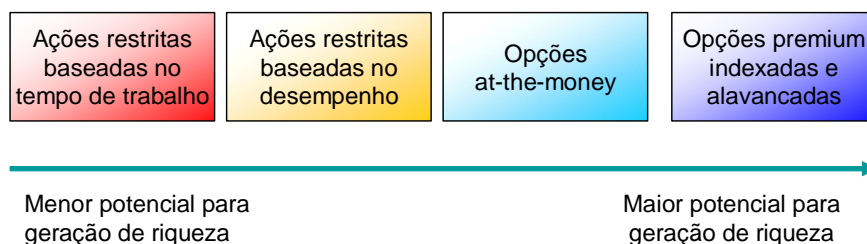


Figura 1. Potencial de geração de riqueza  
Fonte: SOLOMOU e GUSTAVSSON (1999).

Considerando os fatores que influenciam a alavancagem de riqueza, na Figura 1 é comparada a riqueza gerada por vários instrumentos acionários. A verdadeira medida da força de um incentivo é a sensibilidade para alterar a riqueza do corpo administrativo oriunda de uma alteração na riqueza do acionista. Embora os planos de ações restritas forneçam um forte incentivo para retenção dos empregados, eles são mais fracos do que opções em induzir a alavancagem de riqueza. Desde que uma substancial parte da remuneração é o salário base e

equivalentes, que tem alavancagem perto do zero, as opções podem ser usadas para aumentar a possibilidade de riqueza de um pacote de remuneração.

Uma opção gera uma maior alavancagem no que concerne à compensação de executivos relativamente à concessão de uma ação porque uma mudança percentual no valor da ação ocasiona uma alteração ainda maior no valor da opção (YOUNG e O'BYRNE, 2001). A alavancagem de uma opção é sempre maior do que a unidade, enquanto a alavancagem da ação é sempre 1. De fato, a alavancagem de uma opção muda quando o preço da ação muda e quando a opção está próxima do período de expirar.

Dado o objetivo da pesquisa, um aspecto importante a ser estudado é o efeito das concessões de opções de compra sobre os retornos operacionais da empresa e sobre os retornos para os acionistas. Uma vez que na aplicação da remuneração variável busca-se, dentre outros possíveis objetivos, alinhar os interesses de executivos e acionistas, o estudo do impacto de planos de concessão de opções na performance empresarial pode permitir identificar se as evidências empíricas estão de acordo com a argumentação utilizada na prática de que executivos contemplados com *employee stock options* comportam de maneira a criar valor para os acionistas.

Destaca-se que, além do estudo comparativo entre performance empresarial e concessão de opções, outra linha de pesquisa empírica importante está associada com a investigação do exercício das opções de compra. Em termos de avaliação de preço justo das opções, que será discutido posteriormente, se o exercício das opções pelos executivos decorre de uma aversão a risco, modelos tradicionais que têm como pressuposto a neutralidade a risco, podem não ser adequados. Dado que os executivos possuem informação privada sobre a empresa, se o exercício das opções for viesada em função de informação privilegiada, então os participantes do mercado em geral podem anteciper, de uma maneira mais precisa, o desempenho da empresa.

### 3. METODOLOGIA

Segundo uma pesquisa da consultoria HayGroup com 124 empresas abertas e fechadas, de capital predominantemente brasileiro, apenas 40% ofereciam algum tipo de incentivo de longo prazo. Destas empresas, 67% escolheram como mecanismo de incentivo as opções sobre ações. Assim, do universo pesquisado pela HayGroup, apenas 33 teriam planos de *stock options*. Desta maneira, pode-se ilustrar o reduzido número de potenciais respondentes.

Assim, tendo em vista que a prática de planos de longo prazo com opções sobre ações não é difundida no Brasil, salienta-se que a busca pelos contatos foi também direcionada para as companhias que haviam sido previamente selecionadas no projeto de pesquisa, por terem maior probabilidade de apresentarem planos de *stock options*.

A seleção estabelecida no projeto de pesquisa envolveu basicamente três grupos de empresas. O primeiro grupo, Grupo I, referia-se às empresas que classificadas pela Bovespa como Nível 1 de Governança corporativa. Em função dos requisitos de *disclosure* de informação e de circulação de ações do Nível 1 de Governança corporativa, estas empresas teriam maior probabilidade de utilizar programas de *stock options* e de disponibilizar as informações necessárias para a pesquisa. A Tabela 3 a seguir mostra as empresas componentes do Grupo I.

O segundo grupo, Grupo II, foi extraído da seleção realizada pelo “Guia EXAME - VOCÊ S/A As Melhores Empresas Para Você Trabalhar” de 2004. Tendo em vista que a pesquisa da Editora Abril estabelecia diversas dimensões de atratividade e benefícios para funcionários, considerou-se que as empresas classificadas como melhores no *ranking*

poderiam ter maior probabilidade de utilizarem sistemas de remuneração variável de longo prazo baseadas em opções sobre ações. Na Tabela 4 são mostradas as empresas que compõem o Grupo II.

O terceiro grupo foi definido a partir da coleta de informação publicada em jornais e revistas que sugeriam o uso, por determinadas empresas, de planos de *stock options* para funcionários. As empresas pertencentes ao Grupo III estão discriminadas na Tabela 5.

Tabela 3: Grupo I - Empresas pertencentes ao Grupo I

Empresas	
Aracruz Celulose	Mangels Industrial
Banco Bradesco	Metalúrgica Gerdau
Itaú Holding	Perdigão
Bradespar	Randon Participações
Brasil Telecom Participações	Ripasa
Brasil Telecom	Rossi Residencial
Braskem	Vigor
Cia Brasileira de Distribuição	Sadia
Cia Energética de Minas Gerais	São Paulo Alpargatas
Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	Suzano Bahia Sul
Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	Unibanco Holdings
Klabin	Unibanco
Confab Industrial	Unipar
Fras-le	Vale do Rio Doce
Gerdau	Votorantim
Hering	Weg
Itausa Investimentos	

fonte: Bovespa

Tabela 4: Empresas pertencentes ao Grupo II

Empresas	
Accor	Impasat
AES SUL	International Paper
Air Liquide	Lojas Renner
Alcoa	Lucent Technologies
Algar	McDonalds
Aol Brasil	Merck Sharp Dohme
Arvin meritor	Merrill Lynch
Avaya	Microsiga
Bankboston	Microsoft
Bristol-Myers Squibb	Monsanto
Cargilkl	Multibrás
Citibank	Nestlé
Compaq	Pellegrino
Dow Quimica	Promon
Dpaschoal	Springer Carrier
Embraco	Tele Design
EMC	TRW automotive
FMC	Ucar
Gillete	Valeo
HP	Xerox

fonte: selecionado pelos autores, a partir do Guia EXAME - VOCÊ S/A As Melhores Empresas Para Você Trabalhar, 2003.

Tabela 5: Empresas pertencentes ao Grupo III

Empresas	
AGF Brasil Seguros	Pirelli
Ambev	Sodexo
Carrefour	Universo On Line
Natura	

fonte: elaborado pelos autores

Assim, neste trabalho foi adotada uma amostragem não-probabilística, fazendo uso de técnicas de amostragem de acessibilidade ou conveniência e por amostragem intencional. Em uma amostragem por acessibilidade, os elementos a serem pesquisados são selecionados de acordo com a facilidade de acesso aos mesmos (VERGARA, 1998), enquanto em uma amostragem intencional, a definição da composição da amostra se dá por um critério de seleção (MARTINS, 1994), conforme definido nos grupos de empresas descritos anteriormente.

Apesar da falta de aleatoriedade na definição do universo de empresas a serem investigadas, o direcionamento da busca por potenciais companhias que adotam programas de opções sobre ações para funcionários torna-se extremamente relevante em função dos aspectos de restrição orçamentária. Apesar da redução do questionário, enfatiza-se que o objetivo principal proposto no trabalho, de investigação de compatibilidade entre a prática adotada pelas empresas e as características sugeridas pela teoria, foi mantido.

#### 4. RESULTADOS DA PESQUISA

Conduziu-se a avaliação das empresas cujos representantes responderam o questionário encaminhado. Conforme enfatizado na apresentação dos procedimentos metodológicos, restrições por parte das empresas em disponibilizar informações sobre seus planos de *stock options* levaram a um número reduzido de respostas. O número de questionários com preenchimento satisfatório totalizou onze observações.

Nesta pesquisa, a limitação do número de observações é apenas um dos fatores que impedem a realização de procedimentos quantitativos que possibilitam identificar características ou relações com significância estatística. É também importante considerar a questão da aleatoriedade da amostra.

Dadas as restrições das observações, são realizadas análises descritivas da amostra e considerações sobre possíveis relacionamentos, sem que se pretenda generalizar as evidências para a população de empresas com planos de concessão de opções sobre ações para funcionários. Deve-se, em contrapartida, ressaltar que dentre as onze empresas, oito são de capital predominantemente brasileiro. Considerando que, pelas estimativas do HayGroup, cerca de 33 companhias brasileiras de capital aberto e fechado usam planos de *stock options*, esta pesquisa obteve dados de mais de 21% da população de empresas que oferecem este tipo de incentivo de longo prazo aos seus funcionários.

##### 4.1. Caracterização da amostra

Os contatos conduziram a um total de onze empresas respondentes. Dentre essas companhias, cinco retornaram o questionário respondido como arquivo anexo à mensagem eletrônica, enquanto as demais preencheram o formulário no *web-site* disponibilizado.

Com relação às onze empresas que responderam ao questionário, duas faziam parte do grupo A, três do grupo B e uma do grupo C, discriminados nas Tabelas 3, 4 e 5. Uma das empresas respondentes que preencheu o questionário por meio do formulário disponibilizado no site da Internet manteve-se anônima. Outras quatro respondentes não faziam parte do



levantamento original de potenciais empresas que poderiam utilizar planos de opções de ações como forma de remuneração variável.

A área de atuação das empresas respondentes pode ser visualizada na Figura 2 a seguir.

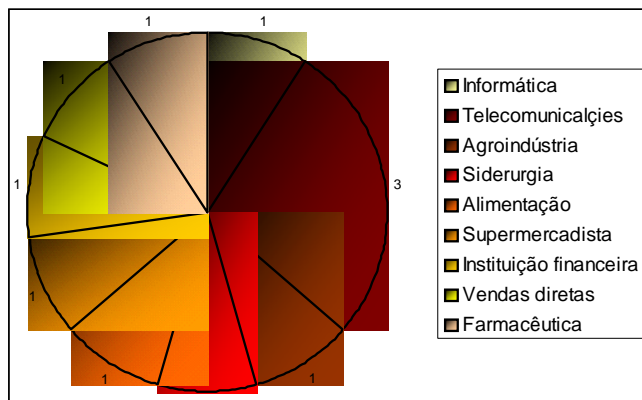


Figura 2: Distribuição das empresas respondentes  
fonte: elaborado pelos autores

Considerando os dez respondentes que forneceram a informação sobre o nome da empresa a qual pertenciam, 7 são de empresas de capital eminentemente nacional e 3 de capital estrangeiro, conduzindo negócios no Brasil.

Lançando evidências de que a relutância das empresas em responder ao questionário pode ser decorrente dos escândalos financeiros, é importante citar que, embora os planos de *stock options* sejam muito mais comuns em empresas de capital estrangeiro, apenas três respondentes têm matriz fora do Brasil. Além disso, apesar de as empresas americanas serem muito mais agressivas no uso de opções sobre ações como compensação de longo prazo aos funcionários, poucas efetivamente concordaram em participar da pesquisa.

Com relação ao porte, todas as respondentes são consideradas grandes empresas, segundo o critério de número de funcionários, estabelecido pelo Sebrae para os segmentos de indústria e de serviços ou comércio. Este resultado já era esperado, uma vez que a complexidade dos planos de remuneração variável exige, em geral, empresas com maior faturamento.

Tendo em vista que, mesmo com a realização de pré-testes, dados primários obtidos a partir de questionários são passíveis a vieses de julgamento ou interpretação, torna-se importante a caracterização dos respondentes. Os representantes das empresas que responderam o questionário apresentavam as características, ilustradas na Figura 3.

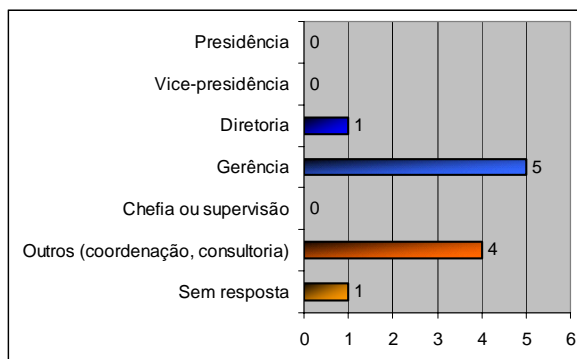


Figura 3: Número de respondentes por nível hierárquico  
 fonte: elaborado pelos autores

Apesar de os níveis mais elevados da hierarquia organizacional não poderem ser acessados, a maioria dos representantes das empresas possuíam cargo de gerência ou superior, conferindo maior confiabilidade às respostas sobre as características dos planos de remuneração.

#### 4.2. Planos de remuneração variável

A pesquisa avaliou a importância relativa atribuída pelas empresas sobre os objetivos dos planos de remuneração variável. A Figura 4 resume os resultados obtidos na hierarquização dos objetivos em cada uma das 11 empresas, na qual o valor 1 está associado ao objetivo mais importante e o valor 4 ao objetivo menos importante, dentre quatro possíveis objetivos elencados. Destaca-se que nem todas as empresas ordenaram todos os objetivos e que a altura das barras, dada a natureza das alternativas, não está associada a uma escala.

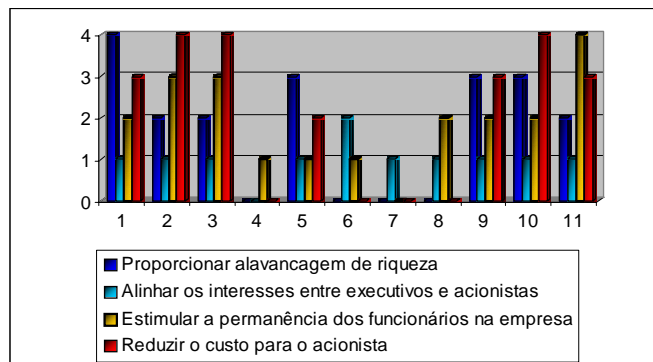


Figura 4: Prioridade dos objetivos para cada uma das onze empresas da amostra  
 fonte: elaborado pelos autores

Considerando que a hierarquia de objetivos está associada a uma escala ordinal, os dados consolidados na Tabela 6 permitem uma compreensão dos objetivos mais valorizados. Assim, as empresas que responderam o questionário foram quase unânimes em apontar o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas como o principal objetivo dos planos de remuneração variável. Desta maneira, as empresas parecem privilegiar inicialmente um ganho mútuo, considerando, portanto, que o potencial conflito de interesses pode ser diminuído através de mecanismos de compensação.

Com um grau menor de priorização, os respondentes citam o estímulo à permanência de funcionários na empresa como outro objetivo importante dos programas de remuneração variável. Dentro dos objetivos disponíveis no questionário, a alavancagem de riqueza e a redução do custo para o acionista representam os menos prioritários.

A despeito de os objetivos envolverem conceitos fundamentais que podem estar ligados entre si, pois, por exemplo, o alinhamento de interesses pode levar à redução do custo para o acionista e a uma alavancagem da riqueza do acionista, parece haver uma maior valorização dos aspectos relativos ao relacionamento com os funcionários.

Tabela 6: Medidas de tendência central das prioridades de cada objetivo

OBJETIVO	MÉDIA	MEDIANA	MODA
Proporcionar alavancagem de riqueza	2.7	3.0	3.0
Alinhar os interesses entre executivos e acionistas	1.1	1.0	1.0

Estimular a permanência dos funcionários na empresa	2.1	2.0	2.0
Reduzir o custo para o acionista	3.3	3.0	3.0

fonte: elaborado pelos autores

Desconsiderando o tamanho da amostra, esta observação, embora razoavelmente embasada nos dados da pesquisa, pode apresentar um componente comum em pesquisas baseadas em dados primários provenientes de questionários.

No caso específico, o objetivo dos planos, se não estiver explicitamente formalizado pela empresa, pode refletir o objetivo que o respondente presume. Uma vez que os respondentes são funcionários da empresa, o objetivo declarado na resposta do questionário pode sofrer um viés em direção ao estímulo de permanência dos executivos e à busca de alinhamento de interesses entre executivos e acionistas. Em contraposição, objetivos relacionados somente aos acionistas podem ser classificados pelos respondentes como menos prioritários, simplesmente pelo fato de o respondente ser um funcionário e não um acionista.

Além dos planos de compensação através de *stock options*, as empresas respondentes possuem também outras formas de remuneração variável, principalmente de curto prazo, conforme apresentado na Figura 5. Todas as empresas adotam planos de participação nos lucros e resultados, sendo exigências legais. Porém não necessariamente as empresas brasileiras estão de acordo com os requisitos.

Assim, o resultado da pesquisa é revelador no sentido de que há uma menor probabilidade de inadequação à regulamentação por empresas de grande porte, característica geral das companhias participantes desta pesquisa. Finalmente, outras formas de remuneração de curto prazo amplamente utilizadas pelas empresas envolvem bônus por atingimento de metas e outros benefícios como planos de saúde. Estas formas de remuneração adicional são usuais no mercado e, em certa extensão, constituem benefícios que grandes empresas concedem em função da competição para a atração e manutenção de funcionários.

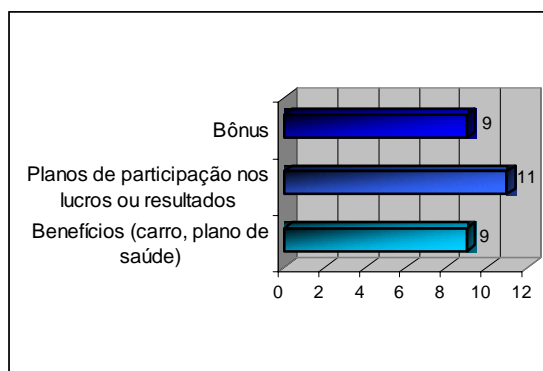


Figura 5: Outras formas de remuneração variável  
fonte: elaborado pelos autores

### 4.3. Características dos planos de *stock options*

Especificamente para o caso dos planos de *stock options*, com relação ao tempo de implementação desta forma de remuneração variável, a maioria das empresas possui o plano há mais de três anos, evidenciando uma tendência global no passado de aumento da participação da compensação de longo prazo no pacote de benefícios de executivos.

É interessante observar que duas empresas implementaram os programas mais recentemente, concomitantemente ou após a descoberta de escândalos financeiros e a forte perda de valor de empresas de alta tecnologia no contexto mundial. Na Figura 6-a é mostrada a distribuição do tempo em que as empresas estabeleceram seus programas. A amplitude dos

planos de *stock options* dentro da estrutura organizacional das empresas respondentes do questionário é apresentada na Figura 6-b.

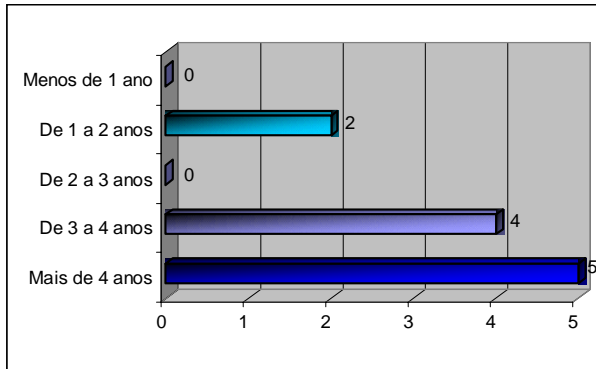


Figura 6-a: Tempo de implementação dos planos de *stock options*  
 fonte: elaborado pelos autores

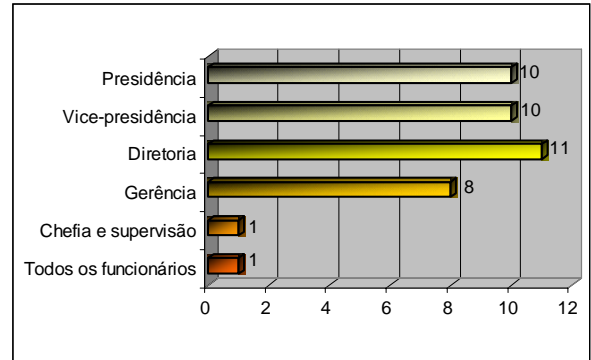


Figura 6-b: Nível hierárquico que os planos de *stock options* beneficiam

Observa-se que os planos de opções sobre ações são mais frequentes para, principalmente, executivos com cargo de diretoria ou superior. Em geral, até o nível de gerência existe uma elegibilidade de funcionários. Por exemplo, em alguns casos os funcionários participam do programa de *stock options* se forem escolhidos pela diretoria ou pelo conselho de administração. Observa-se, também, que a remuneração através de opções de compra está mais presente na diretoria do que na presidência ou vice-presidência.

Com relação às características específicas dos planos de *stock options*, todas as empresas da amostra utilizam benefícios em opções atrelados a um número de ações de referência, em contraposição com um valor monetário de referência. Algumas empresas complementaram os dados, informando que o número de ações relativas às opções concedidas variava em relação ao salário dos executivos ou de acordo com o ano fiscal. Outra empresa citou que o número de ações dos planos de *stock options* representava um percentual do total de ações da companhia. Uma das empresas utiliza *phantom options* em seus planos de opções sobre ações para funcionários.

Levando-se em consideração a teoria de criação de valor, os planos de opções sobre ações para funcionários são adequados quando se considera a fixação do número de ações e não a fixação do valor monetário. Uma vez que a concessão de opções atreladas a um valor monetário fixo não constitui incentivo apropriado para uma busca mais efetiva do aumento da riqueza do acionista, a estruturação do plano refletindo um número fixo de ações é preferível. Assim, conforme o valor da ação aumenta acima do preço de exercício, o valor da remuneração do executivo também aumenta, induzindo um maior comprometimento do funcionário em prol do acionista.

Deve-se destacar, porém, que, em função do perfil de risco dos envolvidos e do volume de recursos em risco, planos de opções atreladas a um número fixo de ações podem conduzir aos executivos a tomarem decisões que aumentem demasiadamente a exposição da empresa. Assim, a fixação do número de ações pode motivar a assunção demasiada a riscos, uma vez que os ganhos dos executivos com opção são ilimitados enquanto as perdas são limitadas.

Os resultados da pesquisa mostram que os *employee stock options plans* envolvem, em sua grande maioria, a concessão de opções dentro-do-dinheiro e no-dinheiro, ou seja, as opções com preços de exercícios maiores ou iguais ao preço corrente da ação, conforme destacado na Figura 7-a.

É interessante observar também que, enquanto a maioria das concessões no mercado americano ocorre através de opções *at-the-money*, a amostra desta pesquisa aponta para um número superior de concessões de opções *in-the-money* que age contra a criação de valor, pois não obedece ao princípio da relação proporcional entre risco e retorno. O objetivo primordial das empresas de alinhar os interesses de executivos e acionistas não é conseguido através de concessões de opções *in-the-money*, uma vez que o funcionário obtém um ganho imediato referente ao valor intrínseco que independe de suas atitudes ou de sua produtividade.

Por outro lado, se o objetivo de motivar a permanência de funcionários é relevante, então a prática de concessão de opções *in-the-money* pode ter uma fundamentação. Nesta situação, considerando a existência de um período de carência para o exercício, a empresa proporciona ao funcionário um ganho positivo imediato a valor presente que, somente poderá ser transformado efetivamente em caixa, se o funcionário permanecer na companhia um certo período de tempo.

É interessante observar que, embora opções *out-of-the-money*, que age a favor da criação de valor, tenham uma maior influência positiva na motivação do funcionário para buscar a criação de riqueza do acionista, são utilizadas somente em dois planos de *stock options* investigados.

De fato, todas as empresas respondentes afirmam que possuem um prazo de carência ou *vesting period* para o exercício das opções. Seguindo as características do mercado americano, o prazo de carência mais freqüente é também de 3 anos no Brasil. Na Figura 7-b é mostrada a distribuição dos prazos mínimos, a partir da concessão das opções, para que o exercício dos direitos se torne válido.

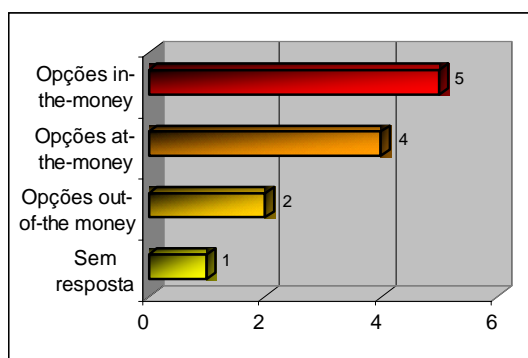


Figura 7-a: Preço de exercício da opção concedida em relação ao valor de mercado da ação  
fonte: elaborado pelos autores

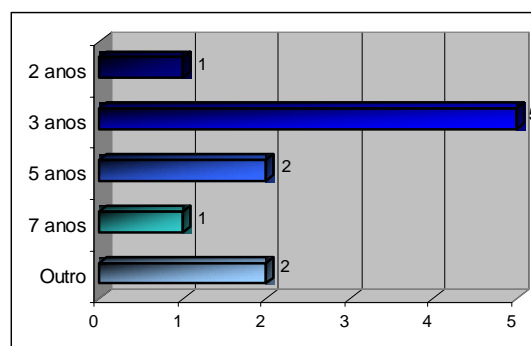


Figura 7-b: Distribuição do período de carência da opção

É interessante destacar que duas empresas explicitamente citaram ajustes periódicos no preço de exercício. Uma companhia com capital brasileiro revelou que o preço de exercício sofre alteração anual, sendo corrigido por um índice de preços ao consumidor, medido pelo IGPM. Para uma empresa estrangeira, o ajuste é realizado considerando a variação do índice de bolsa de valores de Zurich. Apesar de estes ajustes não serem totalmente compatíveis com a teoria financeira que privilegia uma correção no preço de exercício compatível com o custo de capital da empresa, possibilitam que haja um maior engajamento do funcionário para uma efetiva criação de riqueza ao acionista. Afinal, a correção do preço de exercício motiva uma busca pela valorização das ações acima de um índice de referência.

Apresentando uma forma menos convencional de plano de *stock options*, uma das empresas cita que o exercício das opções é realizada em dois instantes. O *vesting period* de 50% das opções dura três anos e o das outras 50% termina no momento da aposentadoria do funcionário.

Finalmente, para verificar o grau de comprometimento do funcionário com a empresa em função do plano de *stock options*, pode-se investigar a política com relação ao desligamento do executivo. De modo semelhante ao caso americano, na maioria das companhias, as opções são perdidas caso o funcionário se demita da empresa, conforme a Figura 8.

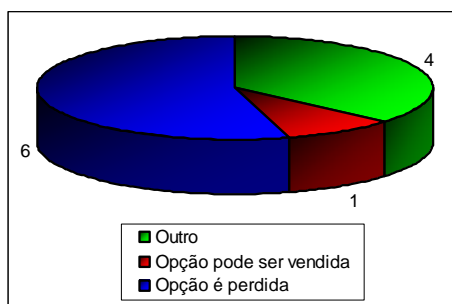


Figura 8: Destino da opção no caso de desligamento do funcionário  
fonte: elaborado pelos autores

Se a iniciativa de desligamento parte da empresa, algumas respondentes adicionaram comentários, estabelecendo que se a demissão for por justa causa, o funcionário perde a opção; caso contrário, se a demissão for sem justa causa, o funcionário pode exercer seu direito. Uma outra empresa descreve que se o funcionário se desligar por motivo de aposentadoria mantém as opções sobre as ações da empresa.

Assim, se um dos objetivos da companhia é estimular a permanência dos executivos na empresa, a perda da opção no desligamento do funcionário pode representar característica relevante do plano de *stock option*, promovendo um maior comprometimento dos recursos humanos.

Porém, se por algum motivo, houver uma perda acentuada do valor das ações da companhia e, desta forma, a probabilidade de exercício da opção se tornar baixa, o mecanismo de compensação de longo prazo pode desmotivar a permanência de funcionários-chave. Justamente em um momento no qual a empresa pode mais precisar de seus executivos, o benefício da opção pode se tornar pouco valioso e, desta forma, o funcionário não hesitaria em se desligar da companhia mesmo se perder a opção sobre a ação.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar das dificuldades de obtenção de observações, este estudo possibilita uma primeira visão das estratégias dos planos de incentivos de longo prazo implementados no Brasil. Observa-se que as empresas analisadas nesta pesquisa estabelecem planos de *stock options* semelhantes aos planos de empresas americanas, principalmente com relação a prazos de carência, níveis hierárquicos contemplados.

Devido às características particulares do mercado de trabalho e do contexto financeiro brasileiro, eventualmente prazos de carência poderiam ser alterados, dada a maior instabilidade econômica. Com relação às características que seriam mais adequadas para a criação de valor ao acionista é conveniente ressaltar que nenhuma empresa da amostra utiliza, por exemplo, ajuste do preço de exercício através do custo de capital. Além disso, é comum a

concessão de opções *in-the-money* que, teoricamente, propiciam um ganho imediato ao funcionário, em detrimento do acionista.

Em contrapartida, mostrando adequação à teoria, a maioria das empresas utiliza planos que fixam o número de ações associadas às opções. Com isso, motivam o funcionário para buscar sempre o aumento do preço das ações. Um benefício de opções associado a um valor monetário fixo poderia limitar a motivação do funcionário. Adicionalmente, a maioria dos respondentes também estabelece a perda dos direitos de compra quando o funcionário se desliga da empresa, evidenciando a preocupação com a retenção de recursos humanos capacitados, que criam valor para a companhia.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BESSADA, O. *O mercado futuro e de opções: os fundamentos teóricos-operacionais para a montagem de estratégias de investimentos nos mercados derivativos*. Rio de Janeiro: Record, 1994.
- BLACK, A.; WRIGHT, P.; DAVIES, J. *In search of shareholder value: managing the drivers of performance*. 2. ed. Londres: Financial Times Prentice Hal, 2001.
- DAMODARAN, A. *The Dark Side of Valuation*. New Jersey: Prentice Hall, 2001.
- DECENZO, D. A.; ROBBINS, S. P. *Fundamentals of human resources*. Wiley, John & Sons, 2004.
- EHRBAR, A. *EVA®: The real Key to creating wealth*. New York: Wiley, 1998.
- HULL, J. *Options, futures, and other derivatives*. Fourth edition. Prentice Hall, 2000.
- JOHNSON, A. Should options reward absolute or relative shareholder returns. *Compensation and Benefits Review*, 31 (1), p. 39-40, 1999.
- KANUNGO, R. N.; MENDONÇA, M. *Compensation: effective reward management*. John Wiley & Sons, Canadá, 1997.
- MARTINS, G. A. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MARTINS, S. S.; BARBOSA, A. C. Q. Participação nos lucros e/ou resultados: uma forma de remuneração variável? Um estudo no setor metalúrgico da região metropolitana de Belo Horizonte. In: *Encontro da Anpad*, XXV, 2001.
- PETERSON, P. P.; PETERSON, D. R. *Performance de empresas e medidas de valor adicionado*. Virginia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados, 1996.
- SOLOMOU, P. e GUSTAVSSON, F. (). "UK remuneration practices: Do UK incentives align managers with shareholders?". *EVAuation/Stern Stewart Europe*, vol. 1, n° 1 (março), 1999.
- STEWART, G. B III. *The quest for value: the EVA® management guide*. New York: Harper Collins Publishers Inc, 1991.
- VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- XAVIER, P. R.; SILVA, M. O.; NAKAHARA, J. M. *Remuneração variável: quando os resultados falam mais alto*. São Paulo: Makron Books, 1999.

YOUNG, S. David, O'BYRNE, Stephen F. *Eva<sup>®</sup> and value-based management: A practical guide to implementation*. EUA: McGraw-Hill, 2001.