

Divulgação da remuneração de administradores de companhias abertas

A recente decisão do TRF-2^a Região e questão da transparência do mercado de capitais

Ana Frazão

Advogada. Professora de Direito Civil e Comercial da UnB. Ex-Conselheira do CADE.

Como foi¹, o TRF-2^a Região finalmente reformou sentença que proibia a Comissão de Valores Mobiliários - CVM de exigir a divulgação da remuneração média dos administradores das companhias abertas representadas pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF.

Trata-se de famosa ação ajuizada em 2010 contra a norma da CVM que determina a indicação dos valores da maior e da menor remuneração individual e também o valor médio das remunerações dos membros do Conselho de Administração, da diretoria estatutária e do Conselho Fiscal, bem como o número de membros remunerados.

Tal previsão regulamentar, na verdade, já decorreu de solução de conciliação, tendo em vista que vários países exigem a descrição individualizada – e não por médias – da remuneração de administradores. Entretanto, mesmo assim, a sentença acolheu os argumentos do IBEF, no sentido de que administradores de companhias abertas não são funcionários públicos e, portanto, não poderiam ter sua privacidade violada, ainda mais diante dos riscos à sua segurança pessoal, no contexto de um país violento como o Brasil.

Já o TRF-2^a, no recente julgamento da apelação, entendeu que a privacidade e intimidade deveriam ceder ao interesse público relacionado à

¹ Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/trf2-valida-norma-da-cvm-sobre-divulgacao-salarial-de-executivos-23052018>.

transparência do mercado de capitais. Ao assim decidir, confirmou o entendimento já manifestado em pelo menos outras duas ocasiões.

De fato, ao julgar, em 2012, apelação decorrente de mandado de segurança contra as Instruções CVM 480/2009 e 481/2009², o TRF-2^a já havia entendido que a plena divulgação de informações é imprescindível para a segurança e a credibilidade do sistema de valores mobiliários das companhias abertas, concluindo que a regulamentação da CVM buscava apenas alinhar o ordenamento brasileiro às regras internacionais já existentes. Destacou o Tribunal que, mesmo sob a ótica da privacidade dos atingidos, a divulgação não se dava de forma individualizada e específica, mas sim de maneira consolidada por órgão social.

Em ocasião anterior, ao julgar agravo de instrumento em 2010³, o TRF-2^a havia sido até mais enfático ao tratar dos direitos dos administradores, afirmando que “a norma impugnada não viola o direito de privacidade e de segurança dos administradores, considerando-se que, primeiramente, o regramento estabelecido pela CVM, após ampla discussão pública, apenas determinou a divulgação pública não dos valores individualizados por administrador, mas sim dos valores mínimo, médio e máximo por órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), sendo descabida a consideração feita acerca dos riscos de atos de violência a que poderiam ser submetidos os administradores, aos quais toda população brasileira, especialmente nos grandes centros urbanos, se encontra exposta diariamente, independentemente da divulgação de seus ganhos”.

Daí a sua conclusão de que “não se pode olvidar que o apontado direito à privacidade dos administradores das empresas de capital aberto venha a se sobrepor ao interesse público inerente ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sendo dever da CVM, como órgão regulador, criar mecanismos que facilitem o acesso, pelo investidor, a informações fidedignas e tempestivas sobre as oportunidades e condições de investimento, considerando-se que é extremamente relevante que exista credibilidade dentro do sistema de mercado de capitais, cujas regras devem estar integradas com as já existentes no

² Processo nº 0005763-61.2010.4.02.5101, Rel. Guilherme Calmon, julg. 12.04.2012.

³ Processo nº 0002742-54.2010.4.02.0000, Rel. Marcelo Pereira da Silva, julg. 08.07.2010.

mercado internacional, em relação ao qual a nossa economia está diretamente ligada, não sendo plausível permitir que eventuais diferenças culturais justifiquem a falta de transparência”.

Logo, a recente decisão do TRF-2^a Região, mantendo a orientação anterior do tribunal, não apenas resolve, de forma acertada, o litígio sobre o dever de informação da remuneração dos administradores, como põe fim às distorções decorrentes de processo que se arrastava há anos, gerando tratamento diferenciado para as companhias representadas pelo IBEF. Por mais que ainda possa haver questionamentos via recurso especial e/ou recurso extraordinário, estes não terão efeito suspensivo.

É preciso, pois, reiterar a importância desta decisão, na medida em que corretamente assegura a premissa de que um dos pressupostos do bom funcionamento do mercado de capitais é a divulgação das informações relevantes sobre as companhias que ofertam seus valores mobiliários, motivo pelo qual a transparência deve ser a regra. Nesse sentido, a remuneração dos administradores é informação imprescindível para o mercado.

Afinal, diante da delicada e complexa relação entre a companhia e os administradores, a remuneração é um dos dados que permitem a acionistas e investidores entenderem os incentivos a que estão submetidos os administradores, até para que possam fazer avaliações sobre as possibilidades de conflito de agência ou mesmo sobre a existência de situações em os retornos financeiros dos gestores – ou pelo menos parte expressiva deles – não estejam alinhados com os interesses da companhia ou não dependam do êxito econômico desta.

Embora tal questão tenha se colocado em evidência com a crise de 2008, em que vários dos executivos responsáveis por danos decorrentes de má-gestão ainda foram devidamente compensados com grandes remunerações, trata-se de discussão inerente à gestão de qualquer companhia, motivo pelo qual precisa ser submetida ao escrutínio do mercado e, de certa forma, ao próprio escrutínio social.

Quando se fala em escrutínio do mercado, é a divulgação da remuneração dos administradores que permite que investidores possam avaliar se ela é merecida e proporcional não apenas diante dos resultados da companhia, mas sobretudo diante da contribuição dos administradores para tais resultados.

Tal necessidade é ainda mais imperiosa diante de estudos que ressaltam que a importância dos administradores nos resultados de grandes companhias pode estar sendo superestimada. Em instigantes pesquisas feitas com gerentes de fundos, CFOs e diretores, Daniel Kahneman⁴ apontou que, em muitos casos, decisões empresariais estão mais para um “um lance de jogo de dados”, até porque, em muitos casos, os diretores não faziam a menor ideia do futuro a curto prazo do mercado de ações.

Os problemas daí decorrentes ainda são potencializados pela cultura corporativa que, influenciada pelas teorias do *shareholder value* e do *short-termism*⁵, pressiona administradores para a busca de retornos financeiros a curto prazo, mesmo que sejam desastrosos para a companhia a médio e a longo prazo.

Não é sem razão que, em recente obra, Sandra Guerra⁶ define os Conselhos de Administração como verdadeiras caixas-pretas, que aplicam uma governança corporativa do “parecer ser” e que têm na pressão do mercado financeiro por resultados a curto prazo o maior obstáculo para a gestão sustentável das empresas. Somam-se a essa dificuldade, as inúmeras limitações que dificultam a tomada de decisões adequadas, tais como os vieses cognitivos de memória, estatísticos, de confiança, de adequação, de apresentação e de situação, bem como vieses cognitivos de dinâmica de grupo (efeito manada, consenso a qualquer custo, falso consenso, favoritismo, dentre outros).

⁴ KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e Devagar. Duas formas de pensar*. Tradução de Cassio Leite. São Paulo:Objetiva, 2011, pp. 268-326.

⁵ Ver FRAZAO, Ana. *Relações entre corrupção e teorias que orientam gestão das companhias*. <https://www.conjur.com.br/2017-jul-13/ana-fraza-relacoes-entre-corrupcao-gestao-companhias>

⁶ GUERRA, Sandra. *A caixa-preta da governança*. Rio: Best Business, 2017.

Todas essas discussões estão aqui sendo trazidas não para questionar, de forma apriorística, o valor da atuação dos administradores de companhias, muitos dos quais, apesar de todas as dificuldades já apontadas, realizam trabalhos fantásticos, com os resultados correspondentes. A finalidade do alerta é mostrar que a análise da qualidade da performance dos administradores não é trivial e, exatamente por isso, deve ser deixada para o mercado, que é quem deve julgar se os valores são realmente compatíveis e adequados.

Ainda há que se destacar que a remuneração dos administradores diz respeito a problema que transcende aos interesses do mercado de capitais, referindo-se igualmente a todos os interessados na atividade empresarial, incluindo aí os trabalhadores das companhias.

Sobre esse ponto, Joseph Stiglitz⁷ mostra que o que se chama de *shareholder revolution* direcionou os incentivos dos CEOs para a busca de retornos a curto prazo de qualquer jeito, postura que, associada ao *short-termism*, reduz investimentos que levam a inovações saudáveis e a prosperidade a longo prazo, bem como, ainda leva, no setor financeiro, à tomada de riscos excessivos, com todas as consequências nefastas que daí decorrem.

Além dos riscos à atividade empresarial e da própria economia de mercado, tais políticas impactam também em diversas outras questões, tais como: (i) a crescente “apropriação” da “renda” das companhias pelos administradores em detrimento dos trabalhadores – aponta Stiglitz que, em 1965, a razão da renda anual dos CEOs com os trabalhadores era de 1/20 e que, em 2013, já era de 1/295; (ii) a crescente adoção do que se chama de *creative accounting*, para aumentar valor das ações e, conseqüentemente, inflar a remuneração de administradores; e (iii) o aumento dos percentuais do faturamento das companhias destinados à recompra de ações e distribuição de dividendos, já que o fato de parte da remuneração dos CEOs ser em *stocks options* cria um grande incentivo para usar o dinheiro da companhia para comprar de volta suas ações para fazer o preço subir.

⁷ STIGLITZ, Joseph. *Rewriting the rules of the American Economy. An agenda for growth and shared prosperity*. New York: WW Norton & Company, 2016.

Tais aspectos, além de mostrarem que nem sempre há relação direta entre a remuneração e a performance dos administradores, ainda ressaltam vários dos efeitos negativos de determinadas políticas remuneratórias, muitas das quais são implementadas às custas da inovação, da imposição de sacrifícios desproporcionais aos trabalhadores da companhia ou mesmo do comprometimento do crescimento de longo prazo do negócio.

Isso explica a necessidade de que haja transparência em relação à remuneração dos administradores, não somente em relação a valores, como também em relação aos critérios, a fim de que investidores e *stakeholders* possam não apenas analisar a adequação entre remuneração e performance, mas também a possibilidade de conflitos de agência e os incentivos em relação aos cenários e problemas descritos acima.

Diante desse quadro, não parece que a privacidade ou a segurança dos administradores seja um argumento forte o suficiente para afastar a transparência. Na verdade, no contexto do mercado de capitais, nem mesmo se pode afirmar que a remuneração de administradores de companhias abertas é um dado propriamente privado.

Logo, a decisão do TRF-2ª deu um passo importante na busca da implementação de padrões mais adequados de transparência no mercado de capitais. Entretanto, a discussão está longe de chegar ao fim, pois ainda resta saber se a divulgação das médias é suficiente, bem como em que medida tais dados devem ser compreendidos à luz dos incentivos para uma gestão empresarial que seja compatível com os interesses da companhia, dos acionistas, bem como de investidores e demais *stakeholders*.

Publicado no portal Jota em 30 de maio de 2018.

Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/remuneracao-companhias-abertas-30052018>