

# Carta

# Dynamo 42

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 2º TRIMESTRE DE 2004

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

## Planos de Opções - II (final)

Na Carta anterior, descrevemos os principais elementos dos planos de opções e analisamos as particularidades desta modalidade de remuneração em nosso mercado de capitais. Vimos que, também por aqui, mecanismos de remuneração via mercado são oportunos, dado o conhecido potencial de desalinhamento de interesses que ronda um ambiente de controle definido com a presença de ações preferenciais. Por outro lado, observamos que no Brasil não se encontram as condições de contratação que permitiram os conhecidos excessos dos pacotes de remuneração dos executivos americanos, principalmente, porque é o acionista controlador, através de conselho de administração, quem determina o pacote de remuneração dos empregados.

Cabe agora mudarmos de latitude, passando a investigar as razões pelas quais os planos de opções adquiriram formatos e dimensões sub-ótimas, procurando entender as características e os problemas inerentes a esta forma de remuneração. O caminho se torna mais árido e o leitor perceberá que não tivemos habilidade suficiente para contornar as dificuldades do assunto, ainda que tenhamos optado por transferir para as notas de rodapé os resultados mais obscuros. Quanto maior a complexidade, mais denso o trabalho de pesquisa. Para os mais curiosos, as referências completas sobre os estudos utilizados podem ser encontradas em nosso site, no menu "Biblioteca".

Vimos que a outorga de opções é um expediente pelo qual acionistas transferem uma parte do eventual acréscimo do valor de mercado da companhia para os participantes dos planos, em contrapartida ao seu esforço de trabalho. Trata-se, portanto, de um mecanismo pelo qual os acionistas da companhia es-

tão se financiando através de seus executivos/empregados. Se estes forem bem sucedidos, aqueles abrirão mão de uma fração de suas participações no capital social via diluição futura. É claro que a conta só fará sentido para os acionistas se suas participações diluídas após o exercício representarem um valor econômico superior à situação inicial. Este parece ter sido o caso durante a maior parte do mercado de alta dos anos 90. A partir do final da década, o sinal da conta para os acionistas se inverteu, ao mesmo tempo em que

executivos teriam exercido suas opções e vendido ações no mercado capturando para si ganhos substanciais. Desde então, começa-se a questionar a eficiência dos planos de opções em atingir os objetivos de alinhar interesses e de atrelar remuneração à performance. Suspeita-se que este tipo de financiamento teria sido objeto de um certo exagero de contratação. Ou seja, pagou-se mais pelo trabalho dos executivos e empregados do que eles efetivamente entregaram. Que razões poderiam explicar este desvio da racionalidade econô-

### Nosso Desempenho

As quotas do Dynamo Cougar renderam 1,6% neste segundo trimestre, enquanto que o Ibovespa e o IBX se desvalorizaram -5,2% e -4,7%, respectivamente. No ano, o Dynamo Cougar acumula um ganho de 7,1%, contra um retorno negativo de -5,9% do Ibovespa e -3,5% do IBX. A rentabilidade anual composta desde o início do fundo em setembro de 1993 foi de 31,2%<sup>aa</sup> em dólar e 30,2%<sup>aa</sup> em IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa rendeu 8,1%<sup>aa</sup> em dólar e 7,3%<sup>aa</sup> em IGP-M. A carteira do fundo não apresentou alterações significativas. Mantivemos os mesmos principais investimentos, fazendo alguns ajustes eventuais.

O trimestre terminou melhor do que começou, com os ânimos externos mais acomodados diante da elevação dos juros americanos em 0,25%, sugerindo o gradualismo na política monetária que o mercado esperava e desejava. O cenário de crescimento interno parece assegurado para este ano, até mesmo pela contribui-

ção do efeito estatístico (*carry over*). As perspectivas para o restante do ano são razoáveis. Contudo, as bases para a continuidade do crescimento a partir de meados de 2005 permanecem longe de estarem definidas.

A boa notícia do mercado de capitais veio dos três IPOs realizados num intervalo de apenas um mês: Natura, Gol e ALL. As três companhias juntas captaram mais de R\$ 2 bilhões, obtendo múltiplos bem acima da média do mercado local. Tivemos oportunidade de adquirir ações da Natura e da ALL: ambas seguem negociando com ganhos sobre o preço da oferta inicial. No caso da Natura, a valorização chega a 42% e ALL subiu 12%.

Caemi

Na Carta Dynamo nº 37, referente ao primeiro trimestre de 2003, comen-

Continua ►

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

tamos os fundamentos do nosso investimento na Caemi, a principal posição da nossa carteira, naquela ocasião. Explicávamos então, as razões pelas quais a Caemi vinha sendo negociada no mercado com elevado desconto em relação a seus competidores desde 2000. Primeiro, em função das incertezas geradas pela instabilidade do controle, quando 60% do capital ordinário da companhia foi colocado à venda pela família Frering. Em seguida, pela entrada da Vale no controle da Caemi com participação limitada a apenas 17% do capital total. Finalmente, quando a situação societária se estabilizou, com a saída da Mitsui e consolidação da posição da Vale com 100% das ações ordinárias e 60% do capital total, acentuaram-se as dúvidas quanto à orientação estratégica dos negócios da Caemi, tendo em vista a situação potencialmente incomôda de ter como acionista majoritário uma empresa concorrente.

Contra o *mainstream* cético e indeciso, dizíamos-nos confiantes com a nossa participação na companhia, convictos que estávamos dos fundamentos operacionais bastante sólidos da Caemi. Uma combinação de ciclo de investimentos recém realizados, reajustes de preço de dois dígitos e volumes crescentes de entrega de minério garantidos pela atividade do mercado chinês, compunha um cenário de fluxo de caixa livre promissor. Além disso, fiávamos-nos nas declarações da Vale afirmando com todas as letras que conduziria a administração da Caemi de forma independente, dentro dos melhores padrões de transparência, responsabilidade e governança corporativa.

E assim tem sido feito. A política de relações com investidores passou a ser proativa, a área de RI intensificou seus contatos com a comunidade financeira, o nível de transparência e qualidade da divulgação de resultados tem melhorado a cada resultado, as decisões do conselho e da diretoria vêm sendo tomadas no interesse exclusivo da Caemi. Enfim, observa-se um esforço genuíno de levar à Caemi todas as boas práticas de mercado de capitais perseguidas pela Vale.

Tudo isso, sob o respaldo de um desempenho operacional consistente, com a companhia 'entregando', a cada trimestre, resultados crescentes. Fica claro, numa análise *ex post*, que os motivos para tamanha desconfiança foram exagerados. Desde então (mar/2003), a ação da Caemi apresentou a expressiva valorização de 152%, e ainda assim, nos parece um bom investimento.

Recentemente, a administração da companhia tem manifestado interesse em adquirir as participações societárias dos minoritários da Cadam e da MBR, além da Pará Pigmentos, subsidiária da Vale na área da Caulim. Este movimento revive a questão do conflito de interesses, pois a Caemi estaria comprando um ativo do seu acionista controlador. Uma nova onda de ceticismo ameaça estacionar sobre o preço da ação. Nossa experiência é a de um *dejá vu*. Acreditando nos sinais de competência e de seriedade emitidos pela atual administração, se a transação vier a se concretizar, deverá ser realizada de forma adequada ao propósito de gerar valor para todos os acionistas da empresa.

Além disso, os resultados operacionais seguem consistentes. A Caemi deve vender aproximadamente 41 milhões de toneladas de minério neste ano, 8% acima do exercício anterior. O mercado de minério de ferro continua bastante aquecido, e temos a expectativa de um aumento de preço de 8% para o ano que vem. Entendemos que um arrefecimento no crescimento da China eventualmente possa produzir efeitos no mercado de aço, mas não no de minério, que está longe de indicar qualquer desaceleração próxima. A MRS Logística segue na mesma direção, aumentando a eficiência da ferrovia, o volume transportado e os resultados. Com uma geração de caixa operacional projetada de U\$ 465 milhões para 2005, a Caemi está negociando a um múltiplo de 3,6x Ev/Ebitda e um *free cash flow yield* de 15% para o mesmo ano. Dada a natureza de seu negócio, acreditamos que o *downside risk* desta empresa seja muito pequeno. Seguimos, portanto, otimistas com as perspectivas da Caemi. ■

mica? O que poderia ter provocado este colchão no processo de contratação teoricamente eficiente das companhias?

## Excessos

São duas as principais explicações para as deformações dos planos de opções. A primeira, conhecida como abordagem do "poder da administração" constata que o processo de determinação dos pacotes de remuneração dos executivos é essencialmente conflituoso, pois o CEO exerce influência sobre as decisões do conselho de administração. No modelo americano, o conselheiro que aprova a remuneração do CEO, em geral, foi eleito por sua indicação, na chapa da companhia. Neste contexto, dificilmente um membro do conselho se insurgiria contra aquele que, em última instância, lhe proporcionou o cargo<sup>1</sup>. A teoria do poder da administração afirma ainda que a capacidade de extrair renda do CEO depende do potencial de revolta (*outrage*) provocado pelo anúncio de sua remuneração. Se ele for muito agressivo, a aprovação do pacote poderia trazer embaraço à reputação dos conselheiros. Neste caso, um outro personagem entra em cena: o poder de *camuflagem*, ativado a partir da importância da percepção externa sobre a natureza do pacote. Um exemplo de camuflagem seria a contratação de consultores externos cujos aconselhamentos acabam geralmente validando o pacote de remuneração proposto. Vale lembrar que tais serviços são contratados pelo departamento de recursos humanos, sob influência direta do CEO<sup>2</sup>.

Diversas pesquisas coletam evidências que sustentam os argumentos do poder da administração: o pacote de remuneração costuma ser mais generoso e menos sensível à performance nas empresas onde os executivos têm mais poder sobre a atuação dos conselhos, onde os conselhos são maiores, onde os conselheiros 'outsiders' são indicados pelo CEO, onde os 'outsiders' atuam em três ou mais conselhos, onde a concentração de gran-

(1) Em outras palavras, também o conselho de administração está sujeito ao problema de agência. Pearl Meyers (2002) aponta evidências de que os conselheiros procuram preservar-se em seus cargos, seja por razões financeiras, seja pelos aspectos "relacionais" derivados de motivações sociais ou de negócios.

(2) No relatório anual da Berkshire de 2003, Warren Buffett afirma que a remuneração dos executivos permanece como o "teste ácido" da governança corporativa na América. Em seu estilo gráfico, comenta que "os portadores desta epidemia de ambição foram freqüentemente os consultores e os departamentos de recursos humanos que não tiveram problema algum em identificar aqueles que amanteigavam suas torradas".

des investidores institucionais é menor<sup>3</sup>. O enfoque também é endossado por aqueles que conhecem os labirintos das relações corporativas. Permitimo-nos citar mais duas passagens emblemáticas. A primeira, de Buffett: “É quase impossível, num conselho povoado por pessoas educadas, questionar se o CEO deveria ser substituído. É igualmente embaraçoso questionar uma aquisição que tenha sido endossada pelo CEO, particularmente se os membros de sua equipe e seus consultores externos estiverem presentes e apoiarem a decisão unanimemente. Enfim, quando o comitê de compensação apresenta uma mega-outorga de opções a favor do CEO ou de outros executivos, para algum conselheiro sugerir que esta seja reconsiderada, seria o mesmo que arrastar na mesa de jantar”<sup>4</sup>. Agora, Robert Monks: “os CEOs têm usado seus poderes e o talento de acomodação de seus consultores profissionais para conferir riqueza para eles mesmos. Não há um mercado ‘livre’ para a remuneração dos executivos; ele tem sido manipulado. Esta corrupção nuclear é um câncer para a legitimidade da empresa”<sup>5</sup>.

A segunda linha de explicação para os problemas nos desenhos dos planos de opções atribui a ocorrência dos abusos a algumas distorções de avaliação dos participantes deste processo. É a chamada abordagem do “custo percebido”, baseada em duas hipóteses principais: i) executivos aversos a risco e não-diversificados percebem seus planos de ações como altamente arriscados e descontam o valor das opções; ii) companhias freqüentemente – e equivocadamente – percebem as opções como um custo de remuneração relativamente baixo.

Quanto custa para uma empresa a concessão de uma opção? Este valor pode ser usualmente calculado a partir da aplicação de um modelo de precificação de opção – Black-Scholes, binomial, APM, Monte Carlo, etc. O problema é que estas metodologias assumem a hipótese de que os detentores das opções

são agentes de mercado, capazes de negociar livremente estes ativos. Poderiam, por exemplo, fazer um *hedge*, *shorteando* a ação em questão. No caso dos planos de opções, esta prática é proibida, pois seria uma flagrante contradição ao argumento básico de busca de alinhamento de interesses<sup>6</sup>. A hipótese universal de neutralidade de risco destes modelos, neste contexto, simplesmente não é válida. Impossibilitados de negociar, ou mesmo de *hedge* suas opções, os participantes dos pacotes atribuirão um desconto no valor de suas opções. Assim, o custo da opção para a companhia torna-se maior do que o valor da mesma percebido pelo empregado, porque aquele é o custo de oportunidade da venda da opção a mercado e este é o valor de uma opção não-negociável para um indivíduo não diversificado e avesso ao risco. Estudos mostram que, sob determinadas hipóteses razoáveis de aversão a risco e diversificação, os emprega-

dos custos incorridos, motivada por fatores fiscais, contábeis e até mesmo pelo próprio desempenho do mercado. Vimos, na Carta Dynamo nº 40, que o modelo de opções mais freqüente é o do tipo não-qualificado, onde a diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício no momento do exercício constitui despesa-dedutível para a companhia. Ou seja, quando as opções são exercidas, a companhia emite uma nova ação para o empregado, obtendo um “benefício” fiscal pela diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício. O regime fiscal americano, desde 1993, não permite a dedutibilidade de despesas com remuneração acima de U\$ 1 milhão, a menos que a remuneração seja “baseada em performance”, como são consideradas as opções com preço de exercício fixo. Assim, se a alternativa for pagamento em dinheiro, as opções têm clara vantagem fiscal. Mas quando comparadas a outras formas de remuneração baseadas em performance, o tratamento é isonômico.

### Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até junho de 2004

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	364,64%	172,81%	83,81%
36 meses	141,70%	71,60%	44,23%
24 meses	112,65%	82,80%	86,96%
12 meses	57,10%	56,83%	61,08%
3 meses	1,62%	-4,89%	-5,25%
Valor da cota em 30/06/2004 = R\$ 61,19302056			

dos avaliam opções *at-the-money* no momento da outorga entre apenas 20% a 50% do valor atribuído pelo modelo de Black-Scholes, ou seja, do custo para as companhias<sup>7</sup>. Isto explica a reclamação freqüente dos executivos quanto aos altos valores derivados do modelo BS, a sua insistência em demandar prêmios altos para aceitar opções ao invés de dinheiro e a “necessidade” das companhias de conceder mais opções para compensar este desconto implícito<sup>8</sup>.

Além da assimetria de valor identificado pelos participantes, a teoria dos “custos percebidos” explica a liberalidade das companhias nas outorgas de opções como uma deficiência em sua capacidade de percepção

O aspecto contábil também tem merecido muita atenção no debate sobre os excessos dos planos de opções. A regra contábil básica sobre as opções foi estabelecida em 1972 pelo APB (Accounting Principles Board), o predecessor do FASB. A nota APB n. 25 recomenda o registro das opções como despesa segundo seu “valor intrínseco”, ou seja, pela diferença entre o preço de mercado e o de exercício, quando este se torna conhecido. Ocorre que a maioria das empresas americanas concede opções *at-the-money*, sendo assim, não incorrem em registro contábil algum. Em 1995, o FASB lançou a regra FAS 123, encorajando as companhias a levar a resultado suas opções segundo a medida do “valor justo”, ou seja, que procurassem registrar seu valor de mercado através de algum método de precificação. Não obstante, reconhecendo a complexidade da questão, o órgão continuou permitindo o tratamento contábil segundo a antiga regra APB 25, desde que o “valor justo” fosse divulgado em nota explicativa. Até 2002, poucas empresas

(3) Veja, por exemplo, Core, Halthausen e Larcker, 1999. Outras evidências da reciprocidade do conselho em relação aos executivos são o uso extensivo de golden goodbyes – benefícios e gratificações concedidos na saída dos CEO – bem como as assim chamadas *soft lands*, ou seja, provisões de seguros contra demissões.

(4) Berkshire Hathaway – Letter to Shareholders, 2002, pág. 17.

(5) The New Global Investor, 2001, Capstone, Oxford, UK, pág. 70.

(6) Além disso, há evidências de importantes desvantagens fiscais nesta operação de *hedge*. Veja Schizer, D., 2000.

(7) Hall, B. e Murphy, K., 2000, 2002 e 2003.

(8) Uma alternativa para diminuir este desconto são as opções transferíveis (*transferable stock options*), tal como adotadas pela Microsoft.

tinham adotado a sugestão do FASB. Com os escândalos contábeis do início de 2003, diversas companhias voluntariamente anunciaram que iriam fazê-lo. Recentemente, o FASB submeteu à audiência pública uma exposição de motivos propondo o reconhecimento destes custos no demonstrativo de resultados, manifestando ainda sua preferência por modelos de precificação do tipo binomial<sup>9</sup>.

O assunto está longe de abrigar consenso, merecendo uma breve digressão adicional. Alguns vêem nesta obrigação um zelo excessivo regulador, já que, para a companhia, as opções não representam prejuízo algum: na outorga, não há efeito caixa, no exercício, entra caixa para a empresa contra diluição dos acionistas. No extremo, há aqueles que chegam a afirmar que a quantidade de opções concedidas poderá aumentar e não diminuir, pois o tratamento fiscal como despesa permite a antecipação da dedutibilidade (Michel N. e Garwood P. 2002). Na exposição de motivos, o FASB argumenta na direção da boa prática contábil, a exemplo do que já sugere o IASB e a Comunidade Européia. Lembra que “ativo é o benefício econômico provável obtido através do resultado de transações ou eventos passados”. Ora, os serviços dos empregados não podem ser armazenados, sendo recebidos e usados ao mesmo tempo pela empresa. Portanto, quando a companhia os adquire, oferecendo em troca uma participação em seu capital social, cria-se um ativo que deve ser capitalizado como parte de outro ativo (por exemplo, propriedade intelectual) ou deve ser despesado na medida em que estiver sendo consumido. Em outras palavras, o registro contábil deve procurar refletir, da forma mais acurada quanto possível, a mensuração dos custos e despesas que concorreram para a formação do resultado do negócio. Assim, uma estimativa do valor de mercado desta despesa seria uma métrica apropriada para refletir o custo de oportunidade da utilização destes recursos. Como lembrou Alan Greenspan: “Assumir que as outorgas de opções não são uma

despesa é assumir que os recursos reais que contribuíram para a criação de valor do produto seriam livres”<sup>10</sup>.

A abordagem do custo percebido sugere então que o tratamento contábil permissivo contribuiu para a liberalidade das empresas na outorga de opções, na medida em que mascarou sua realidade de despesa<sup>11</sup>. Por fim, um terceiro elemento perturbador do cálculo do custo econômico das opções foi o próprio *bull market* que acabou por dificultar uma avaliação mais precisa entre o valor das outorgas de opções e seu real impacto sobre o desempenho corporativo subsequente. Como se sabe, diversos outros elementos não necessariamente correlacionados às estratégias corporativas ou aos desempenhos dos executivos contribuíram para o aumento do preço das ações. Além desta dificuldade de se distinguir e quantificar a contribuição específica dos executivos, azeitada na complacência do ambiente de prosperidade do período, o argumento básico para a aprovação dos pacotes sempre se apoiou no fato destes serem compatíveis com a “realidade da remuneração de mercado”. Ora, num mercado inflado de forma artificial, a remuneração média dos executivos cresce inercialmente a cada ano, o que acaba por autorizar um padrão de reajustes espontâneo, auto-alimentado.

As duas abordagens juntas conseguem fornecer subsídios para o fato de os desenhos dos pacotes de opções serem sub-ótimos: i) há uma deformação no ambiente de contratação (teoria do poder do administrador) e ii) predomina uma miopia na percepção de valor pelos contratantes (teoria do custo percebido). Daí que alguns elementos de um modelo de contratação *fair* permanecem ausentes dos pacotes, como por exemplo, as opções indexadas. Razoável seria impor ao preço de exercício algum tipo de indexação que refletisse o custo de oportunidade da opção concedida<sup>12</sup>. Não obstante, no mercado americano, apenas cerca de 1% dos planos são

indexados. A explicação: i) a indexação dos planos não é do interesse dos executivos; ii) contabilmente, as opções indexadas devem ser tratadas como despesa, enquanto que as tradicionais não o são; iii) nos planos tradicionais, a probabilidade de o preço da ação exceder o preço de exercício no momento do exercício é muito maior. A probabilidade de um plano não-indexado estar *in-the-money* depois de 10 anos é de 80%, a de um plano indexado é de menos de 50%<sup>13</sup>. Ou seja, se a indexação diminui o custo para a companhia da outorga de opções, reduz mais ainda o valor percebido pelos executivos não diversificados<sup>14</sup>.

Outro fenômeno intrigante é o fato de 90% do total das opções terem sido concedidas para níveis hierárquicos inferiores, inclusive trabalhadores de chão de fábrica. Nestas funções, a performance individual muito remotamente poderia produzir resultados corporativos diferenciados, que pudessem exercer alguma influência no preço da ação. Ainda que este fosse o caso, instala-se aqui um problema clássico de *free rider*, já que estes empregados pouco se beneficiarão do ganho gerado pelos seus esforços, pois sua quota-parte no capital da companhia é muito reduzida. De fato, resultados de pesquisas recentes concluem que as opções são um mecanismo de incentivo ineficiente para o nível de gerência médio<sup>15</sup>. Outras formas de remuneração atreladas a métricas operacionais mostram-se mais eficientes nestes casos. Também neste aspecto, parece que as companhias deixaram-se levar pela percepção errada dos custos econômicos e acabaram concedendo opções para além dos limites de incentivos ótimos.

## Fragilidade

Ainda há muita discussão sobre o papel dos pacotes de opções como modalidade de remuneração e sua eficiência em atrair, reter e motivar empregados. Seus defensores afirmam que as opções atingem estes objeti-

(9) FASB, *Proposed Statement of Financial Accounting Standards – Share-Based Payment*, 31/03/2004.

(10) Greenspan, A. (2002).

(11) Warren Buffett: “Se as opções não são uma forma de remuneração, o que elas são? Se a remuneração não é uma despesa, o que ela é? E se as despesas não devem entrar nos cálculos dos lucros, para onde deveriam ir?”.

(12) Buffett (1985), mais uma vez: “em nenhum lugar do mundo dos negócios existe uma opção fixa por dez anos ou uma parte do negócio garantida para outsiders”, ou ainda “na verdade, o projeto de negócio no qual você quer ter uma opção, em geral, é aquele no qual você não quer ser sócio”.

(13) As hipóteses subjacentes a estes resultados podem ser encontradas em Hall e Murphy, 2003.

(14) Situação análoga se dá com a constatação de que a maioria absoluta das concessões são *at-the-money*. Se o custo de oportunidade do capital fosse considerado, opções não-indexadas deveriam ser *out-of-the-money*, na medida da remuneração básica do capital. Não sendo assim, basta aos executivos reter lucros para auferir ganhos com suas opções. Nesta linha, conforme vimos na Carta anterior, também seria interessante ajustar o preço de exercício das opções para o pagamento de dividendos, a fim de se evitar a situação onde não pagar dividendos melhora o pacote de remuneração dos executivos.

(15) Paul Oyer e Scott Schaefer 2004.

vos sem desembolso de caixa. Os planos de opções seriam uma “opção” para a companhia, pois o pagamento “postecipado” pelo esforço do trabalho está condicionado à entrega: as opções só são exercidas se o preço da ação subir e, se este for o caso, todos os acionistas terão se beneficiado. Acabar com os planos de opções seria privar companhias de crescer alavancando-se no esforço de seus empregados. Seria ter inviabilizado o sucesso das empresas de tecnologia, por exemplo.

Os críticos contra-atacam afirmando que não há evidências empíricas definitivas que sustentem este argumento. Lembram que empresas como Microsoft, Intel e Cisco usaram largamente os planos de opções, mas sempre tiveram muito caixa. Além disso, como vimos acima, dificilmente empregados não diversificados e aversos a risco seriam a forma mais eficiente de captação de recursos para uma companhia. Por fim, não se pode afirmar com tanta convicção que foram o talento dos executivos e a diligência dos trabalhadores os responsáveis pelo desempenho das ações no mercado.

Há um aspecto técnico, da maior importância, que não tem freqüentado as discussões mais polarizadas sobre o papel dos planos de opções. Trata-se de uma característica constitutiva, que acaba por distinguir as opções das demais formas de remuneração de mercado, que é a sua não-linearidade, refletida na sua capacidade de alavancagem. A linearidade nos contratos torna os incentivos mais consistentes, pois a relação remuneração/performance permanece constante ao longo do tempo, à medida que a performance varia. Um sistema de remuneração não-linear ou descontínuo pode levar os participantes para regiões de pouco ou nenhum incentivo. Este é o caso, por exemplo, de um regime de metas com um teto fixo. Atingido este patamar, os empregados não terão estímulos para melhorar.

A característica definidora da opção é o fato de seu *payoff* variar como uma função exponencial do preço da ação subjacente. Assim, a não-linearidade das opções re-

flete-se na sua capacidade de alavancagem, ou seja, movimentos na ação provocam variações amplificadas no valor das opções, podendo rapidamente atingir extremos, onde os incentivos não são eficientes. Este efeito ocorre nas duas direções: quando a ação se valoriza, o valor da opção sobe mais do que proporcionalmente; quando ela cai, as opções tendem a ficar mais rapidamente *out-of-the-money*. Tal situação é conhecida como *fragilidade* das opções, pois tende a provocar incentivos perversos. Por exemplo, se a ação sobe muito, o valor das opções para os executivos atinge um patamar onde estes tenderão a ser mais cautelosos, evitarão decisões estratégicas arriscadas ou procurarão exercer seus pacotes o mais cedo possível<sup>16</sup>. No caso de queda da ação, as opções ficarão *underwater*, podendo motivar quatro tipos de decisões bastante documentadas: i) executivos desistem de sua remuneração e vão procurar um contrato mais favorável em outra companhia – o incentivo que deveria ser de retenção acaba estimulando a saída do empregado; ii) companhias tenderão a outorgar mais opções a um preço menor, premiando uma performance ruim. Ao ajustar o incentivo *ex post*, acabam degradando o incentivo *ex ante*; iii) executivos tomarão decisões mais arriscadas para tentar restabelecer o valor de suas opções; iv) executivos tenderão a manipular o preço da ação e/ou alterar a política de dividendos<sup>17</sup>. Comportamentos desta natureza têm sido freqüentes. Ao final do mercado de alta em 1999, aproximadamente um terço de todas as opções dos executivos americanos já encontravam-se *underwater*<sup>18</sup>.

Os dois enfoques, ao procurarem explicar as origens dos desvios dos pacotes de opções, indicam um conserto via aprimoramento de governança corporativa. No caso do “poder da administração” a solução é direta: aumentar o monitoramento sobre os executivos e seu poder de influência no desenho dos planos, submetendo-os, por exemplo, à aprovação de todos os acionistas. Na abordagem do custo percebido, é preciso criar estímulos e condições para que os conselhos de administração possam tomar decisões baseadas em custos econômicos reais e não em

falsos custos percebidos. Obrigar – e não apenas sugerir – um tratamento contábil adequado parece conveniente. É interessante observar, neste enfoque, que os executivos agem de forma racional quando estimam o valor de seus pacotes (impondo um desconto pela sua condição de agentes não-diversificados e aversos a risco), mas padecem de miopia econômica quando devem quantificar o custo das opções para as empresas que administram. Ou seja, o executivo é diligente cuidando de seus interesses e descuidado tratando do interesse corporativo. Responsabilidades administrativas e *enforcement* penal, previstos na Lei Sarbane-Oxley, sugerem prescrições adequadas para a correção desta esquizofrenia indesejável.

Em ambos os casos, a combinação de um maior ativismo dos acionistas e um *enforcement* legal mais efetivo parece ter o poder de corrigir os desvios dos planos de opções, transformando-os em contratos mais eficientes para as companhias. O caso da fragilidade das opções é mais grave. Não se trata mais de transgressões de conduta, mas de defeito de caráter, ou seja, há um elemento constitutivo nos pacotes de opções que ameaça de forma permanente o padrão de incentivos sadios: contratos não-lineares empurram os executivos para a manipulação (*gaming*). Sugestões de ativismo e governança podem reduzir o espaço para manobra, mas o esforço de monitoramento será permanente, tornando os custos de agência proibitivos.

## Ações Restritas

Uma alternativa para contornar o problema da fragilidade das opções, mantendo o potencial de convergência de vontades dos instrumentos de remuneração de mercado, seria a outorga de ações restritas. Neste caso, o executivo recebe ou adquire ações, em dinheiro ou mediante algum financiamento, tornando-se, no ato, acionista da companhia com todos seus direitos, exceto a negociabilidade por determinado período. Esta modalidade de remuneração é do tipo linear, não apresentando os incentivos perversos derivados da alavancagem das opções, além de não precisar enfrentar suas

(16) Esta consideração é um tanto quanto acadêmica, já que os executivos nada podem fazer durante o período de carência e, portanto, o valor percebido de suas opções não pode ser realizado. Na prática, as opções são exercidas assim que termina o período de carência. Hall e Murphy 2000 mostram evidências de que os executivos exercem logo suas opções após repiques de preço das ações para garantir seus ganhos.

(17) Vários estudos encontraram evidências de que os pacotes de opções reduzem os incentivos para o pagamento de dividendos e/ou aumentam a propensão para a recompra de ações. Por exemplo, Lambert, Lanen e Larcker (1989), Bartov, Krinsky e Lee (1998), ou ainda, Hall e Murphy (2003). Também há registros de que os executivos calibram os anúncios de notícias conforme a proximidade das datas de concessões e/ou exercício de suas opções (cf. Graef Crystal 2003).

(18) Segundo Hall e Knox (2002), o que está por trás deste resultado surpreendente é o fato de que os preços das ações possuem uma distribuição aproximadamente lognormal com assimetria para direita. Ou seja, mesmo que a média dos retornos seja alta, os valores esperados extremos acabam provocando a situação de um alto percentual de opções *underwater*.

complexidades de avaliação. Ações restritas possuem a vantagem de transferir imediatamente para o empregado uma parte do valor de mercado da companhia, representando portanto um benefício certo. Ainda que o preço da ação venha cair, ações restritas terão valor para seus portadores, o que costuma sinalizar um incentivo de retenção maior do que as opções. Além disso, seus beneficiários recebem dividendos, mesmo durante o período de carência. Finalmente, ações restritas representam também uma vantagem adicional sobre opções em mercados muito voláteis como o nosso, onde os valores implícitos nos modelos de precificação podem se tornar extremamente custosos<sup>19</sup>, ainda mais considerando a eventual obrigatorie-

dade de os pacotes de opções virem a ser tratados como despesas.

Portanto, ações restritas deveriam ser preferidas pelos acionistas, por possuírem a credencial adicional dos incentivos lineares. De fato, já se presencia no mercado americano um movimento consistente de substituição de opções por ações nos pacotes de remuneração de diversas companhias.

Antes de concluir nossa trilogia, devemos resgatar a lição das duas Cartas anteriores. Se os instrumentos de remuneração atrelados ao desempenho das ações são necessários, dada a estrutura de controle do nosso

mercado, ocorre também que eventos externos costumam afetar a trajetória das ações, confundindo os sinais de incentivo-performance próprios desta modalidade de remuneração. Por isso, métricas operacionais individuais e coletivas, baseadas no retorno dos investimentos e na criação de valor para todos os acionistas, são fundamentais para orientar adequadamente o sistema de incentivos corporativos. Desta forma, obtém-se finalmente a combinação desejada dos elementos dos pacotes de pagamento variável, na direção de um sistema de remuneração mais robusto.

Rio de Janeiro, 3 de agosto de 2004.

(19) Tudo o mais constante, quanto maior a volatilidade do mercado maior a probabilidade das opções ficarem underwater.

### *Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)*

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
1º Trim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2º Trim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3º Trim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4º Trim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1º Trim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2º Trim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3º Trim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4º Trim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1º Trim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2º Trim/03	27,29	32,98	1201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3º Trim/03	19,37	58,73	1453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4º Trim/03	22,18	93,94	1798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1º Trim/04	4,67	4,67	1887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2º Trim/04	-4,89	-0,45	1790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 186.840.390,06

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO  
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031  
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720