

Introdução

A crise financeira internacional sem precedentes desencadeada em 2008 tem despertado a atenção da sociedade para determinadas práticas do mundo corporativo. É lugar comum afirmar que a falta de regulação e monitoramento por parte dos agentes reguladores e governos contribuiu para que práticas arriscadas se alastrassem pelo sistema financeiro mundial. Para muitos autores, os níveis ainda insuficientes de governança corporativa nas empresas, aliados a diretores executivos motivados por pacotes de remuneração altamente agressivos, culminaram em decisões que expuseram ao risco as atividades das empresas.

Para Hull (2009), um dos motivos que levou os bancos a baixarem o critério para concessão de empréstimos imobiliários de alto risco, os chamados *subprime*, foi a agressiva estrutura de remuneração dos bancos, baseada em bônus de curto prazo. O autor argumenta que muitos executivos percebiam apenas o bônus que iriam receber no ano em que se encontravam, dando menor importância à parcela de sua remuneração atrelada a resultados de longo prazo da empresa.

Neste sentido, a discussão a respeito dos pacotes de remuneração dos executivos tem ganhado cada vez maior importância. Isso é evidenciado pela determinação do recém eleito presidente Barak Obama nos Estados Unidos da América (“EUA”) de restringir os salários dos executivos de empresas ajudadas financeiramente pelo governo em US\$500 mil anuais¹. Esta restrição valerá até que as empresas quitem suas obrigações com o governo norte-americano. Medidas semelhantes têm sido tomadas em outras partes do mundo.

A estrutura dos pacotes de remuneração dos executivos, apesar de recentemente ter voltado à tona, vem sendo constantemente debatida desde os escândalos corporativos da Enron, Worldcom, Parmalat, Tyco, entre outros. Para Hall e Murphy (2003), tais escândalos abriram o debate a respeito das práticas contábeis. Para Barone (2005), tais eventos contribuíram para que a sociedade prestasse mais atenção aos seguintes aspectos:

¹ Artigo extraído do jornal Folha Online em 04/02/2009, no seguinte endereço <http://www1.folha.uol.com.br/fofha/dinheiro/ult91u498619.shtml>

- O relacionamento entre acionistas e administradores;
- O papel dos analistas financeiros e suas avaliações;
- O grau de disciplina do mercado e o monitoramento de seus participantes;
- As políticas de distribuição de lucros das empresas e
- Maior rigor e clareza nas práticas contábeis.

O objetivo desta dissertação é contribuir para este debate ao explorar uma modalidade de remuneração amplamente difundida nos EUA e que vem ganhando relevância nos últimos 10 anos aqui no Brasil: as opções de compra de ações para funcionários, ou, mais comumente conhecidas, *employee stock options* (“ESOs”). As ESOs encontram-se no centro desta discussão, tendo sido citadas como uma das causas da atual crise financeira. Isso porque a mídia noticiou o exercício de opções e venda subsequente de ações por parte de executivos nos momentos em que as respectivas empresas divulgaram ou estavam em vias de divulgar perdas substanciais. Neste sentido esta forma de remuneração tem sido criticada por ter dado incentivo à tomada irresponsável de decisões por parte dos executivos. Conforme será visto ao longo deste trabalho, as ESOs são um mecanismo fundamental que ajudam a resolver o problema de agência entre acionistas e administradores das empresas. Isso porque ao atrelar a remuneração ao desempenho das ações no mercado, se está dando incentivos para que o administrador tome medidas que maximizem o retorno das ações, e, por conseguinte, também o retorno dos acionistas.

Neste sentido, a introdução da tal mecanismo de remuneração pode ser caracterizada como uma das inovações mais importantes da segunda metade do século 20 no mundo corporativo. Para se ter uma idéia de sua relevância, segundo Hall e Murphy (2003), em 1992 o montante de ESOs outorgadas pelas empresas nos EUA integrantes do índice Standard & Poor’s 500² (“S&P 500”) somava US\$11 bilhões. Em 2000 este valor subiu para US\$119 bilhões, representando um crescimento de 982%. Huddart e Lang (1996) mostram em seu artigo que firmas mais novas e de alta tecnologia atribuem maior peso às ESOs proporcionalmente à parcela fixa de remuneração. Por outro lado, firmas mais antigas e tradicionais

² O S&P 500 é um índice composto pelas 500 empresas mais relevantes no mercado americano em termos de valor de mercado, liquidez das ações e setor de atuação. É o índice mais difundido nos EUA.

remuneraram seus executivos com maiores parcelas de salário fixo proporcionalmente. Neste sentido pode-se inferir que as ESOs foram um importante mecanismo de motivação para as firmas de alta tecnologia, e, portanto contribuíram para o desenvolvimento tecnológico sem precedentes observado na última década.

A importância das ESOs tem sido evidenciada pelas recentes mudanças nas regras de contabilização. Desde 2005 o registro do valor justo dos planos de opções como despesa nas demonstrações do resultado das empresas passou a ser obrigatório nos EUA (com a introdução do *Statement of Financial Accounting Standard* 123R – “SFAS 123R”) e na Europa (com a publicação do *International Financial Reporting Standard 2* – “IFRS 2”). Recentemente, em 2008 tal regra também se tornou compulsória no Brasil através do Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis N° 10 – “CPC 10”.

Historicamente os planos de opções têm como característica básica preços de exercício fixos. Esta prática deu margem às vultosas compensações recebidas por diversos executivos. Tais planos foram desenhados com base no conceito de avaliação absoluta de desempenho, onde o importante é o resultado absoluto das empresas. Hoje em dia, onde a conjuntura é cada vez mais competitiva, cresce a corrente defendendo que as avaliações de desempenho sejam relativas. Esta corrente argumenta que na maioria dos campos em finanças a avaliação é feita de modo relativo, i.e., um fundo de investimento é bem avaliado na medida em que seu retorno é superior ao de seus concorrentes (ver Rappaport (1999)).

No campo da remuneração, esta corrente vem começando a ganhar força. Cresce a cada dia o número de empresas que outorga planos de opções onde o preço de exercício é atrelado a algum índice de mercado, setorial ou de inflação. Será visto ao longo deste trabalho, no entanto, que os modelos de apreçamento utilizados pela maioria das empresas para avaliar tais opções não são os mais adequados, dadas as complexidades destes instrumentos financeiros.

Esta dissertação irá apresentar e comparar três modelos de apreçamento para ESOs com preços de exercício indexados (“ESOs indexadas”). O modelo de apreçamento de uma ESO indexada européia já foi desenvolvido pela literatura. O objetivo principal (e também a principal contribuição) deste trabalho está no desenvolvimento de dois métodos simples e teoricamente rigorosos de fácil aplicação para apreçar ESOs indexadas americanas.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira. O segundo capítulo define e discute as principais características de uma ESO e sua evolução tanto nos EUA quanto no Brasil nos últimos anos. O terceiro capítulo discute as regras para contabilização de tais planos. O quarto capítulo apresenta uma revisão bibliográfica da literatura existente sobre o tema. O quinto capítulo trata dos modelos de apreamento de opções com preço de exercício fixo. No capítulo seguinte são apresentados os modelos de apreamento para opções com preço de exercício estocástico. No sétimo capítulo é feita uma comparação dos resultados dos modelos apresentados e no oitavo capítulo é elaborado um estudo de caso com base em dados de uma empresa brasileira. Por fim, o nono capítulo apresenta a conclusão do trabalho.