



# *Remuneração Executiva e Geração de Valor*

Práticas e Resultados das Empresas  
do Índice IGC da Bovespa - 2ª edição  
*Abril de 2016*

João Lins - Sócio PwC / Prof. EAESP / Depto. ADM  
Oscar Malvestri - Prof. EAESP // Depto. CFEC







---

# Sumário

Apresentação	<b>03</b>
Sobre a pesquisa	<b>04</b>
<i>Características da amostra</i>	05
Principais Conclusões	<b>06</b>
<i>1. Empresas que geram valor remuneram melhor executivos e acionistas</i>	07
<i>2. A influência da remuneração na performance depende mais do fit do que do design</i>	12
<i>3. Remuneração e crescimento caminham na mesma direção</i>	16
<i>4. O alinhamento entre remuneração e lucratividade é maior nas empresas que geram valor</i>	18
<i>5. Modelos de governança corporativa precisam aprimorar o tratamento da remuneração executiva</i>	21
Remuneração Integrada	<b>25</b>
Glossário	<b>28</b>
Referências bibliográficas	<b>30</b>
Equipe de pesquisa	<b>32</b>



## Apresentação

Não importa o momento do ciclo econômico, algumas questões sempre serão um desafio às empresas, como garantir a geração de resultados sustentáveis, atender as expectativas de *stakeholders* cada vez mais exigentes ou lidar com o aumento e a fragmentação crescente da regulação nos diversos países em que atuam. Outro tema recorrente é a remuneração dos executivos e sua relação com os resultados empresariais. Há muito se sabe que os critérios e as políticas dos sistemas de remuneração influenciam o desempenho e o comportamento das organizações, sendo um foco de atenção dos líderes empresariais. Nos últimos anos, a remuneração executiva tem sido também tema prioritário dos órgãos reguladores e de especialistas que se dedicam ao aprimoramento dos modelos de governança corporativa em âmbito global.

Para analisar os modelos de remuneração executiva e sua relação com a geração de resultados em empresas de capital aberto no Brasil, a PwC e

o Instituto de Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EAESP) iniciaram, em 2015, um estudo inédito no país.

Na edição deste ano, o estudo ***Remuneração Executiva e Geração de Valor*** teve sua amostra ampliada, incluindo 143 empresas que compõem o Índice de Governança Corporativa (IGC) da BM&F Bovespa. A análise contemplou as informações publicadas nas demonstrações financeiras e nos relatórios de referência entre 2010 a 2014.

O estudo foi conduzido sob a liderança de João Lins, sócio e líder de Consultoria em People&Organisation da PwC, e Oscar Malvessi, professor doutor do Departamento de Finanças da FGV/EAESP e coordenador do Núcleo de VBM-Value Based Management do Instituto de Finanças da mesma instituição.

Esperamos que a leitura do presente relatório seja útil na avaliação de tendências e desafios de remuneração executiva no Brasil.



**Fernando Alves**  
Sócio-presidente  
PwC Brasil



**João Carlos Douat**  
Coordenador – Instituto  
de Finanças da FGV-EAESP



## Sobre a Pesquisa

Nesta segunda edição, mantivemos os objetivos originais – compreender as práticas de remuneração dos executivos das empresas de capital aberto, avaliar sua adequação ao processo de geração de valor e aos princípios de boa governança corporativa e sugerir caminhos para o melhor alinhamento dessas práticas com os interesses dos acionistas e *stakeholders*.

Mas ampliamos a amostra, considerando agora 143 empresas, que compõem o Índice de Governança Corporativa - IGC<sup>1</sup> (excluindo bancos). Analisamos com mais profundidade o comportamento das empresas que geram valor em relação ao comportamento das que não conseguem gerar valor.

<sup>1</sup> O Índice de Governança Corporativa tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA.

Nossa metodologia se concentra no levantamento e na análise dos dados contidos nos Formulários de Referência<sup>2</sup> de 2010 a 2014, arquivados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Também tomamos como base informações sobre o desempenho e a gestão das empresas nas demonstrações financeiras.

As práticas de remuneração analisadas foram coletadas nos formulários do último ano. Como elas mudaram pouco no espaço de tempo analisado, consideramos que são representativas do período em que os resultados econômico - financeiros foram gerados.

Na análise de dados econômico-financeiros, excluímos os extremos para evitar que variações acentuadas de um pequeno número de empresas afetassem a avaliação do comportamento da amostra.

<sup>2</sup> Estabelecido pela instrução CVM nº 480, na Subseção II de 7/12/2009, é um documento eletrônico atualizado anualmente que contém 22 itens de informações da empresa. É divulgado ao mercado pelas empresas de capital aberto, entregue em até cinco meses da data de encerramento do exercício social.

## Características da amostra

Gráfico 01: Origem do capital e porte das empresas participantes



Base: 143 empresas

Gráfico 02: Faturamento/receita líquida em 2014

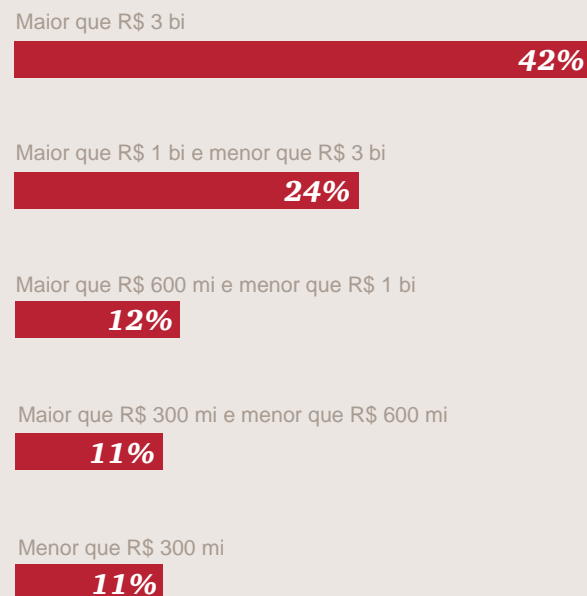


Gráfico 03: Participantes da pesquisa por setor de atividade





## Principais conclusões

### 1. Empresas que geram valor remuneram melhor executivos e acionistas

A remuneração e a geração de valor estão alinhadas em 24% das empresas. Elas se destacam por seu desempenho econômico-financeiro e valor pago aos executivos.

### 2. A influência da remuneração na performance depende mais do *fit* do que do *design*

Os resultados reforçam a visão teórica de que a influência positiva da remuneração e do bônus na performance depende mais da integração entre estratégia, filosofia de gestão, perfil dos executivos e práticas de remuneração (*fit*), do que das características do modelo em si (*design*).

### 3. Remuneração e crescimento caminham na mesma direção

Existe uma correlação positiva entre a evolução da remuneração executiva e o crescimento dos negócios. Mas isto não significa resultados sustentáveis no longo prazo.

### 4. O alinhamento entre remuneração e lucratividade é maior nas empresas que geram valor

A remuneração e a lucratividade têm crescimento nas empresas que geram valor, enquanto tiveram comportamentos opostos nas empresas que não geram valor.

### 5. Modelos de governança corporativa precisam aprimorar o tratamento da remuneração executiva

Os comitês de remuneração e sua composição são alguns dos aspectos relevantes que precisam ser melhorados nos modelos de governança.





## 1. Empresas que geram valor remuneram melhor executivos e acionistas

A remuneração e a geração de valor estão alinhadas em 24% das empresas. Elas se destacam por seu desempenho econômico-financeiro e valor pago aos executivos.

As empresas que geram valor no período analisado (24%) também registram aumento na remuneração executiva, indicando alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Ver gráficos 4 e 5.

Na amostra total, a maioria das empresas (76%) apresenta evolução negativa do VEC<sup>3</sup> no período, apesar do aumento na remuneração dos executivos. Ver gráficos 6 e 7.

Embora as empresas que geram valor demonstrem maior alinhamento entre remuneração e VEC, essa relação não é estável. A remuneração executiva representa entre 9% e 11% do VEC que vai se acumulando no período, porém, o peso da remuneração executiva no VEC de cada ano varia bastante. Essa desproporção entre a remuneração dos executivos e a geração de valor, verificada em

<sup>3</sup> Diferentemente dos conceitos do lucro contábil, o VBM - metodologia de gestão baseada em valor considera na mensuração os conceitos do lucro econômico, ou seja, incorpora na análise gerencial o cálculo do custo do capital, incluindo o custo de oportunidade do acionista nos resultados da operação. O objetivo é mensurar se os resultados econômicos são suficientes para remunerar o custo de capital dos ativos investidos na operação (capital empregado). Se os resultados econômicos forem superiores, a empresa cria valor ao acionista. Caso contrário, destrói a riqueza.

alguns anos, se deve ao pagamento de parcelas de remuneração de longo prazo - o que é natural neste tipo de mecanismo, ou mesmo à variação normal dos resultados das empresas. Ver gráficos 8 e 9.

É necessário continuar acompanhando a evolução dos indicadores, pois com a deterioração dos resultados no ano de 2014, em virtude da crise econômica, há a possibilidade de que mesmo as empresas que geram valor passem a apresentar desequilíbrios na proporção de VEC e Remuneração Executiva.

Outro aspecto interessante na comparação entre as empresas é que os executivos tendem a ser melhor remunerados nas empresas que geram valor. Nelas, não apenas a remuneração é mais alinhada com os interesses dos acionistas, como a sua competitividade é maior em relação ao mercado.

A comparação das medianas de remuneração nos dois grupos de empresas comprova esta relação, exceto no primeiro ano do período analisado. Ver gráfico 10.

Para complementar a análise do desempenho das empresas, utilizamos também uma outra métrica de análise de geração de valor: o Retorno Total do Acionista, conhecido pela sigla do termo em inglês TSR (*Total Shareholder Return*).



*O alinhamento de interesses entre os acionistas e executivos fica mais claro nas empresas que geram valor.*



O objetivo do TSR é avaliar o comportamento da taxa de retorno obtida pela variação do valor de mercado da empresa acrescido dos dividendos recebidos pelos acionistas em um período determinado. Dessa maneira, o TSR captura elementos relacionados não apenas a resultados correntes expressos pelos dividendos, mas também a expectativa de geração de resultados futuros, refletidos no preço das ações.

Assim, a taxa do TSR líquida que representa a geração de valor de um investimento é o TSR que excede o custo de capital ponderado da empresa (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*), dado pela seguinte fórmula:

$$TSR_{\text{Líquido}} = TSR - WACC$$

Pela análise da TSR líquida chegamos a conclusões semelhantes às encontradas por meio da análise do VEC, ou seja, constatamos que nas empresas que geram valor, a evolução da remuneração dos executivos se apresentou mais alinhada com os interesses dos acionistas.

Isto porque nas 34 empresas que apresentaram geração de valor pela metodologia do VEC, encontramos o TSR com a taxa líquida de 3,2% ao ano no período analisado. Já nas 109 empresas que não apresentaram geração de valor no período analisado, encontramos o TSR líquido do custo de capital de -8,5% ao ano. Ver gráficos 11 e 12.

A diferença entre o TSR Líquido das empresas que geram valor e das que não geram está relacionada com a valorização das ações no mercado. Para efeito de comparação anual, a data base do período é 31/12/2009, pois o TSR deve ser calculado com base no ano anterior ao primeiro ano analisado.

Desta forma, podemos concluir que embora um grupo significativo de empresas do IGC-Índice de Governança Corporativa da Bovespa apresente bom alinhamento entre remuneração e geração de valor, a maioria não o faz.

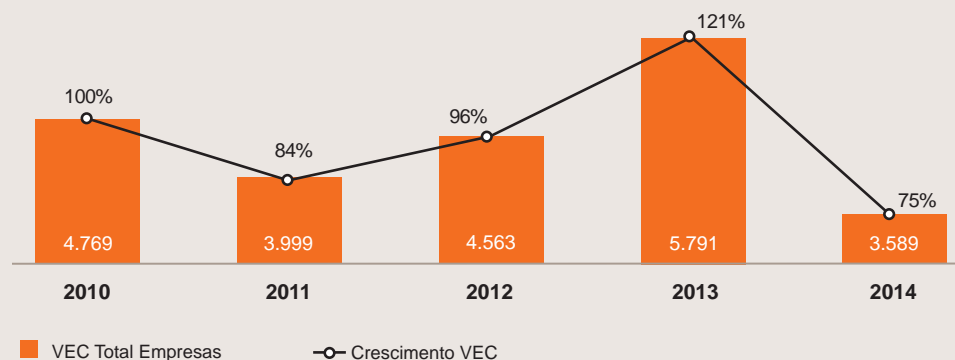
O alinhamento de interesses entre acionistas e executivos é um aspecto importante a ser verificado nos modelos de remuneração executiva e acreditamos que o VEC seja um indicador importante para verificar a existência deste alinhamento, uma vez que a geração de valor é uma boa síntese da prosperidade econômico-financeira e solidez dos negócios, o que interessa não apenas ao acionista, mas também aos demais *stakeholders*.

Existem diversos fatores que podem explicar o comportamento da remuneração na nossa amostra, tanto nas empresas que geram valor como nas que não geram. Analisamos alguns desses fatores nas seções subsequentes. De todo modo, os resultados gerais indicam a necessidade de ajustes nas práticas de remuneração e nos modelos de gestão das empresas, de maneira a priorizar a estratégia para geração de valor, sustentabilidade econômica e perenidade da empresa.

## Gráficos relacionados

**Gráfico 04: Evolução do VEC nas empresas que geram valor**

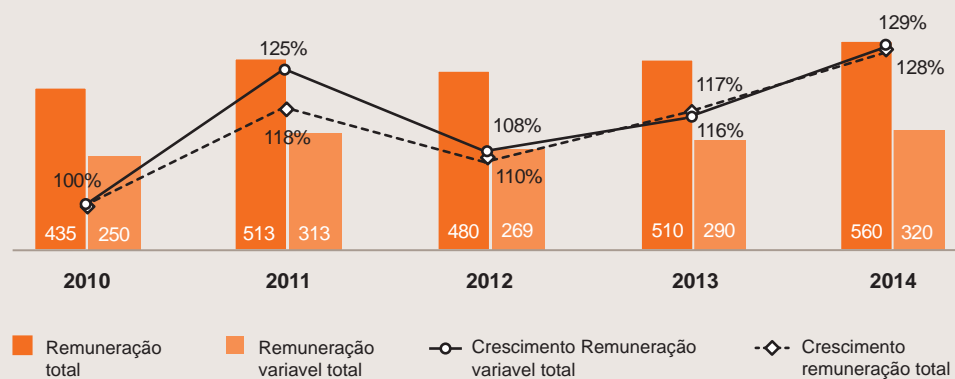
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 34 empresas

**Gráfico 05: Evolução da remuneração nas empresas que geram valor**

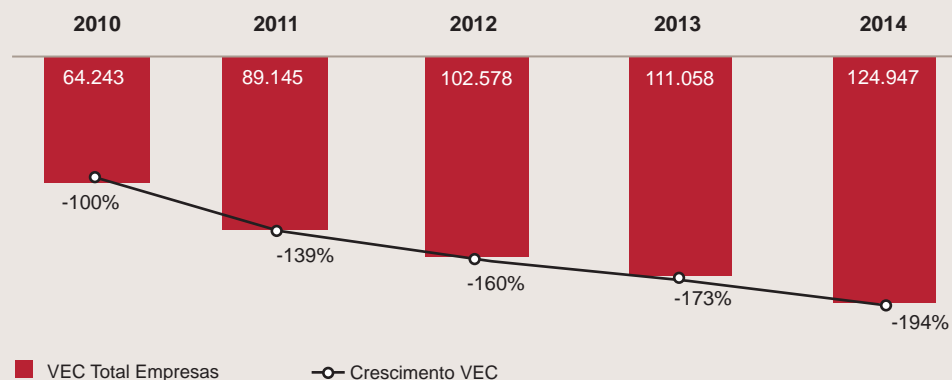
Período de 2010 a 2014 - em milhões de reais



Base: 34 empresas

**Gráfico 06: Evolução do VEC nas empresas que não geram valor**

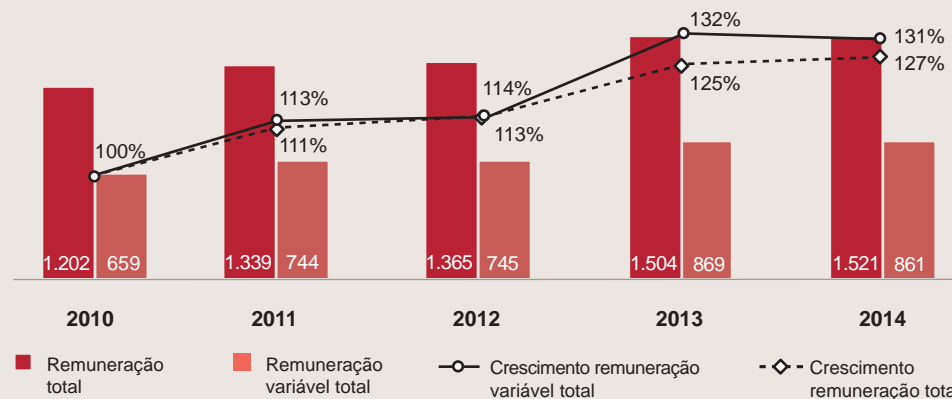
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas

**Gráfico 07: Evolução da remuneração nas empresas que não geram valor**

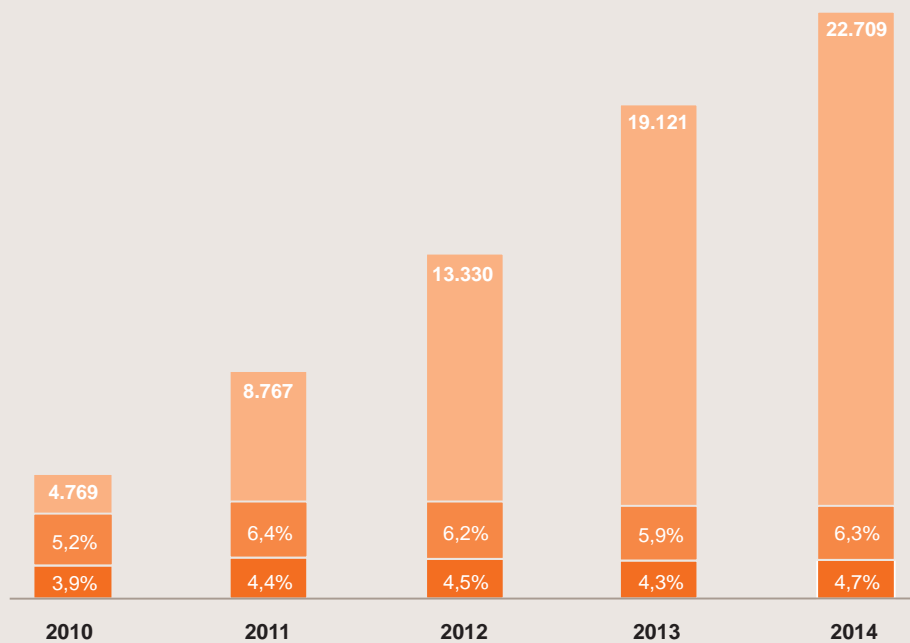
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas

## Gráficos relacionados

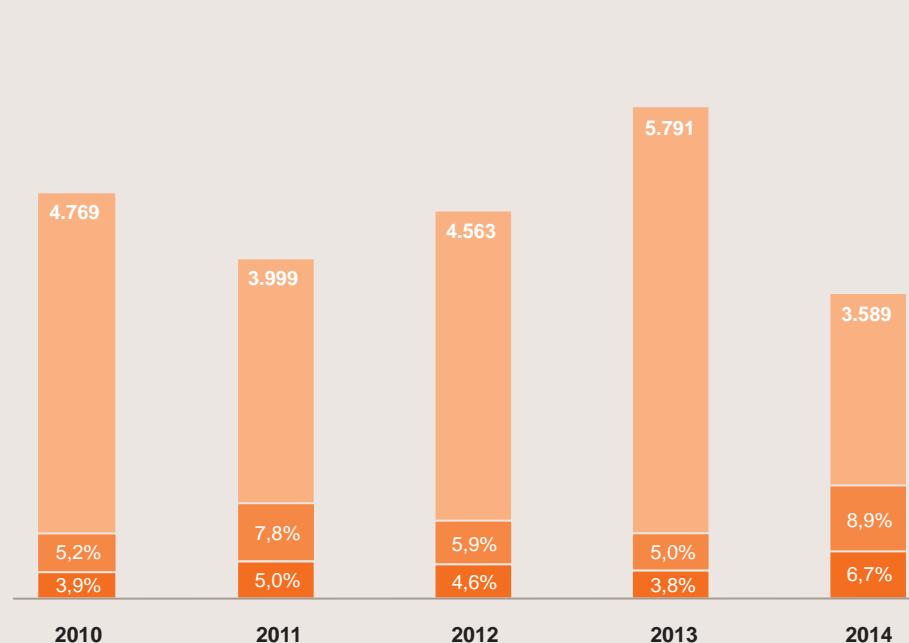
Gráfico 08: Valores acumulados do VEC (em milhões de reais) e pesos da remuneração variável e total



VEC acumulado empresas Remuneração variável total Remuneração variável fixa

Base: 34 empresas

Gráfico 09: Valores anuais de VEC (em milhões de reais) e pesos da remuneração variável e total

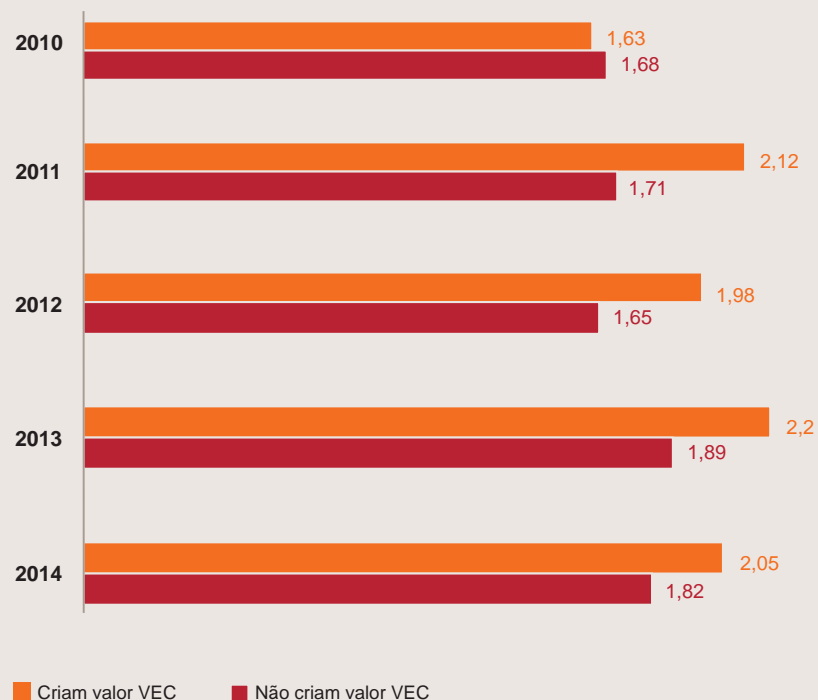


VEC anual empresas Remuneração variável total Remuneração variável fixa

Base: 34 empresas

**Gráfico 10: Mediana da remuneração total por executivo de empresas que geram valor em comparação com as que não geram**

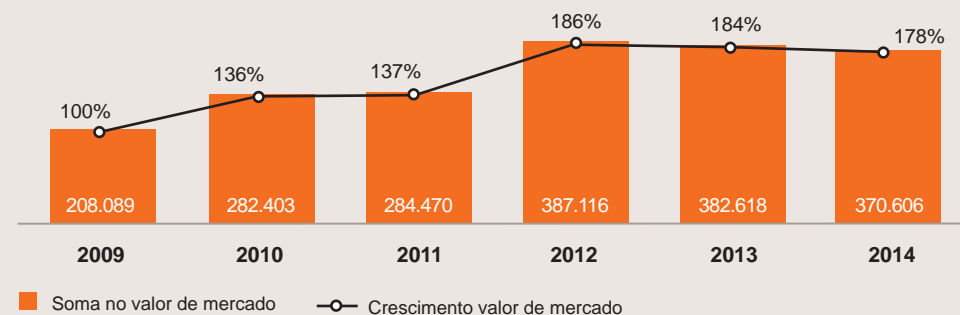
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 143 empresas

**Gráfico 11: O TSR e a evolução do valor de mercado nas empresas que geram valor**

Período de 2009 a 2014 – em milhões de reais



Base: 34 empresas

**Gráfico 12: O TSR e a evolução do valor de mercado nas empresas que não geram valor**

Período de 2009 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas

## 2. A influência da remuneração na performance depende mais do *fit* do que do *design*

Os resultados reforçam a visão teórica de que a influência positiva da remuneração e do bônus na performance depende mais da integração entre estratégia, filosofia de gestão, perfil dos executivos e práticas de remuneração (*fit*), do que das características do modelo em si (*design*).

Há muito tempo, a discussão sobre remuneração e performance das empresas tem chamado a atenção da academia e da prática de mercado. Entre os diversos aspectos contidos nessa discussão, duas questões aparecem de maneira recorrente: (1) questão do *design*, em que determinadas características do modelo de remuneração tendem a levar a resultados superiores; (2) questão do *fit*, no qual a influência positiva da remuneração no desempenho ocorre quando ela está bem integrada e alinhada com a estratégia de negócio, a filosofia de gestão, o mercado onde ela atua e seus profissionais. Esta segunda corrente também é conhecida como abordagem de contingência (LAWLER III, 1990; WOOD JUNIOR e PICARELLI FILHO, 1995; CHEN, 2014; WOWAK, 2009). Os resultados deste estudo reforçam a segunda visão.

Na pesquisa do ano passado, havia ficado claro que a parcela fixa e a variável de curto prazo tinham participação relevante na remuneração total dos executivos

no Brasil e tinham, portanto, uma influência importante no modelo de remuneração nas empresas brasileiras de capital aberto e que poderia ser destacada como característica recorrente do *design* desses modelos.

A pesquisa deste ano, que teve uma amostra maior de empresas, chegou à mesma conclusão. A remuneração fixa corresponde em média a 44% da remuneração total dos executivos, excluindo os benefícios, enquanto a remuneração variável de curto prazo corresponde a 36% e a de longo prazo a apenas 20%.

Desta vez, além de entender a composição média da remuneração, procuramos identificar também se havia diferenças entre o mix de remuneração dos executivos nas empresas que geram valor e naquelas que não geram. A conclusão é que este não é um fator de diferenciação significativo, conforme pode ser verificado nos gráficos 13 e 14 a seguir.



Adicionalmente, a Remuneração Variável está presente em praticamente todos os modelos. Sendo que 93% das empresas adotam incentivos de curto prazo e 77% das empresas adotam incentivos de longo prazo. Ao mesmo tempo, as justificativas para adoção de tais práticas, apresentadas no formulário de referência, são muito parecidas: vincular a remuneração aos resultados, comprometer os executivos com os riscos do negócio e alinhar interesses dos executivos com os interesses dos acionistas. Assim, a presença da prática de remuneração variável é paradigmática nas empresas estudadas e também não é uma característica de diferenciação.

Finalmente, outra característica do *design* dos modelos que poderia justificar as diferenças no impacto na geração de resultados, seriam os indicadores de desempenho utilizados para efeito da remuneração. Mas, neste caso, também não foram identificadas diferenças relevantes entre os dois grupos

de empresas. Os dois grupos mencionam inclusive o uso de indicadores de geração de valor, mas muitas empresas somente citam os termos de geração de valor, dificultando a diferenciação daquelas que empregam a metodologia de maneira mais completa. Ver gráficos 15 e 16.

Se não há como estabelecer a relação entre estas características importantes do *design* do modelo de remuneração e as diferenças no desempenho das empresas, podemos inferir que a relação depende mais do **como** as empresas aplicam seus modelos do que das características intrínsecas dos mesmos.

Segundo esta perspectiva, os resultados empresariais positivos sofrem maior influência da maneira como a empresa integra sua estratégia de negócios, seu modelo de gestão e suas práticas de remuneração. Ou seja, a essência da proposição dos acadêmicos que defendem a abordagem de

busca do melhor *fit* do modelo de remuneração. De fato, ao analisarmos os Formulários de Referência das empresas que geram valor, foi possível identificar nas explicações sobre as práticas de remuneração adotadas, alguns elementos que denotam uma maior preocupação com este tipo de alinhamento e que aparecem com maior frequência nas empresas que geram valor, tais como:

- **A vinculação da remuneração com a estratégia de negócios, descrita de maneira clara e com razoável detalhamento.**
- **O desdobramento da estratégia em metas e indicadores de desempenho para os executivos e demais níveis hierárquicos na organização.**
- **O uso de princípios de geração de valor.**
- **A valorização da meritocracia na distribuição de recompensas.**



Peso da remuneração fixa das empresas que geram valor **43%**



Peso da remuneração fixa das empresas que não geram valor **44%**

*O peso da remuneração fixa é similar nos dois grupos de empresa e a remuneração variável de curto prazo é maior que a de longo prazo. Nas empresas que geram valor, a remuneração de curto prazo corresponde a 39% do mix e a remuneração de longo prazo a 18%, já nas empresas que não geram valor, a remuneração de curto prazo corresponde a 35% do mix e a de longo prazo a 21%.*

---

**Empresas que geram valor destacam nos Formulários de Referência a importância do alinhamento entre a estratégia de negócios, o modelo de gestão e a remuneração, dando ênfase à forma pela qual o modelo de remuneração é aplicado**

---

Um dos objetivos do modelo de remuneração é *“Balancear a remuneração variável de curto e longo prazos, visando a geração de resultados anuais sustentáveis e que resultem na criação de valor para os acionistas e demais stakeholders. A mecânica dos planos de remuneração variável anual atrela as premiações a métricas financeiras de crescimento da empresa de curto e médio prazos (Receita Operacional Líquida), à eficiência operacional (Resultado Operacional, NOPAT) e ROIC. O plano de incentivos de longo prazo é baseado no conceito de opções de compra de ações, portanto, diretamente atrelado ao crescimento do valor de mercado da empresa, ou seja, a valorização das ações no longo prazo.*

**Empresa de grande porte do ramo de varejo**

*“A remuneração variável de curto e longo prazo, parcela expressiva da remuneração total, está atrelada a metas de crescimento do valor econômico gerado, que é o interesse principal dos acionistas. A remuneração variável também direciona o foco dos profissionais para a aderência ao plano estratégico de crescimento aprovado pelo Conselho de Administração, sendo que a remuneração de curto prazo está atrelada a metas anuais de crescimento da geração de valor e a de longo prazo está atrelada diretamente à evolução do valor de mercado da Companhia. O plano de outorga de ações torna os executivos acionistas da empresa, sendo um forte elemento de alinhamento de interesses de longo prazo.”*

**Empresa de grande porte do ramo de química/petroquímica**

*“O resultado anual da Companhia é identificado através dos resultados atingidos relacionados aos objetivos anuais definidos pelo Conselho de Administração. Tais objetivos buscam garantir a sustentabilidade do negócio no curto, médio e longo prazo. Esses objetivos se desdobram em toda a organização até que cada colaborador tenha um objetivo de alguma forma relacionado aos da Companhia.”*

**Empresa de grande porte do ramo de serviços financeiros**

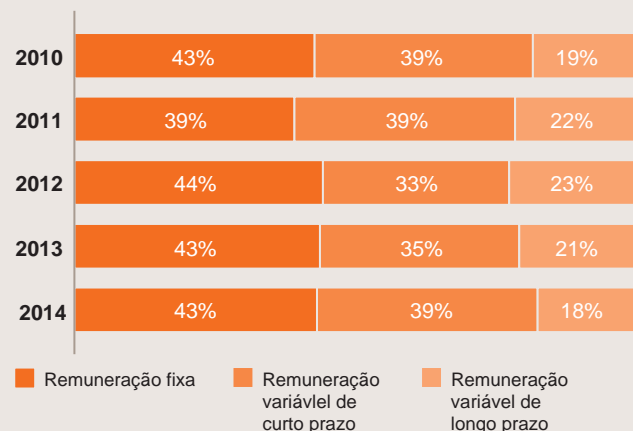
*“A prática de remuneração adotada pela Companhia utiliza o conceito de remuneração total, sendo a parcela variável condicionada ao alcance das metas e objetivos definidos no orçamento e plano anual de metas, e está alinhada aos interesses da Companhia de curto e longo prazo por estimular um processo decisório mais preciso em relação ao negócio, além de promover a valorização, crescimento e perenidade da Companhia agregando valor para o acionista.”*

**Empresa de grande porte do ramo de serviços de transporte**

---

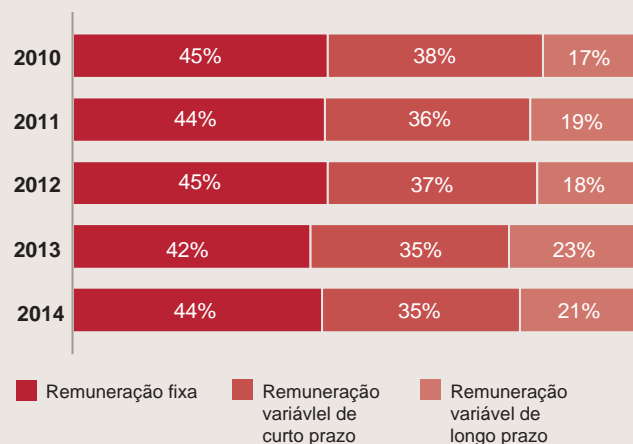
## Gráficos relacionados:

**Gráfico 13: Mix da remuneração total nas empresas que geram valor**



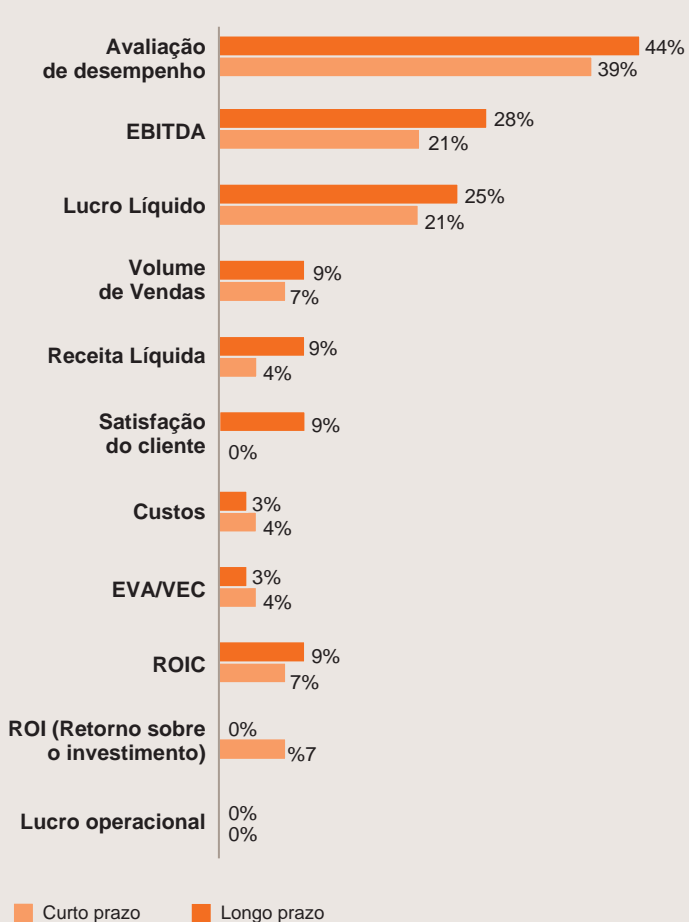
Base: 34 empresas

**Gráfico 14: Mix da remuneração total nas empresas que não geram valor**



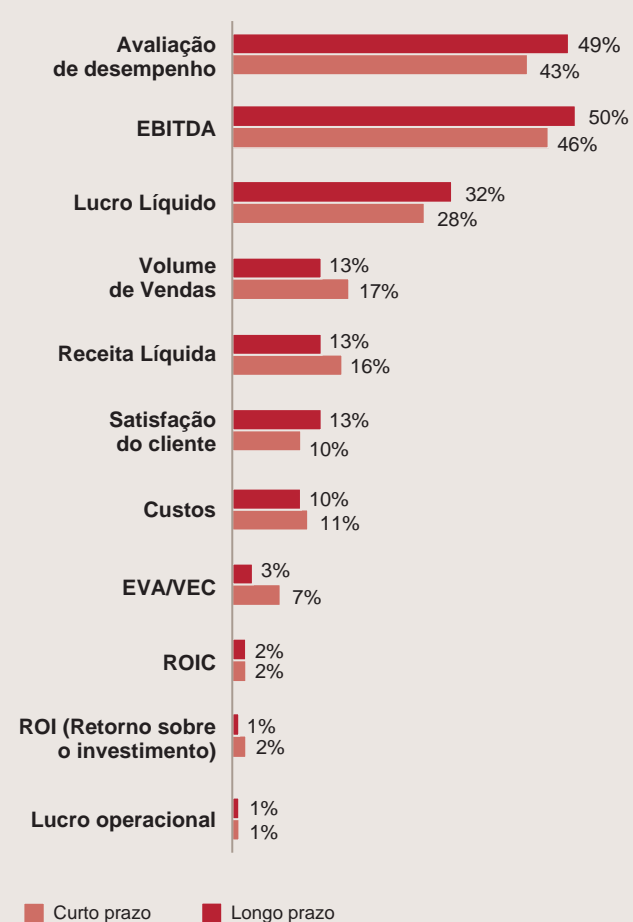
Base: 109 empresas

**Gráfico 15: Indicadores utilizados pelas empresas que geram valor**



Base: 34 empresas

**Gráfico 16: Indicadores utilizados pelas empresas que não geram valor**



Base: 109 empresas

### 3. Remuneração e crescimento das empresas caminham na mesma direção

Existe uma correlação positiva entre a evolução da remuneração executiva e o crescimento dos negócios. Mas isto não significa resultados economicamente sustentáveis no longo prazo.

Há uma correlação positiva entre o crescimento das empresas, medido pelo faturamento líquido, e a remuneração dos executivos. Isto ocorre tanto no grupo de empresas que geram valor, como no grupo de empresas que não geram.

Assim, é importante notar que embora o crescimento seja um componente importante da estratégia de muitas empresas, ele não garante prosperidade econômica. Uma parte significativa da amostra apresenta crescimento no período, mas não gera valor. Ver gráficos 17, 18, 19 e 20.

Dessa forma, não basta vincular a remuneração dos executivos ao crescimento e, nas explicações contidas nos Formulários de Referência, a maioria dos modelos não preconiza isto.

É possível que, na prática, os sistemas de incentivos e recompensas em algumas empresas tenham levado os executivos a se preocuparem mais com o crescimento do que com a qualidade dos resultados.

Este é um ponto central a ser avaliado pelas empresas na análise das práticas de remuneração.

Crescimento com lucratividade econômica e uso inteligente do capital empregado – associados ao custo do capital – são princípios básicos da gestão baseada em valor e precisam estar contemplados nos modelos de incentivo e recompensas.

## Gráficos relacionados:

**Gráfico 17: Evolução da receita líquida nas empresas que geram valor**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



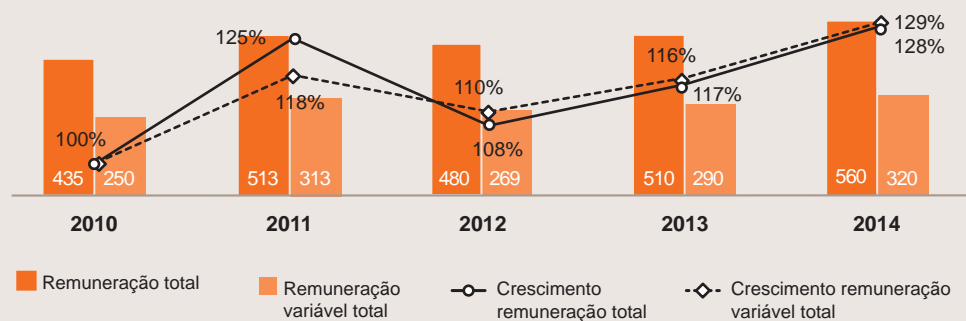
**Gráfico 19: Evolução da receita líquida nas empresas que não geram valor**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



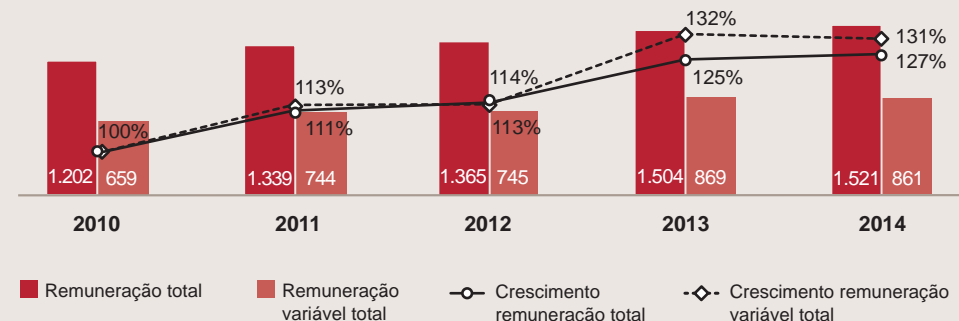
**Gráfico 18: Evolução da remuneração nas empresas que geram valor**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



**Gráfico 20: Evolução da remuneração nas empresas que não geram valor**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 34 empresas

Base: 109 empresas



#### 4. O alinhamento entre remuneração dos executivos e lucratividade é maior nas empresas que geram valor

A remuneração e a lucratividade têm crescimento nas empresas que geram valor, enquanto tiveram comportamentos opostos nas empresas que não geram valor.

A lucratividade das empresas que geram valor acompanha o crescimento das receitas e apresenta evolução positiva nos três indicadores analisados: EBITDA, LOLIR e Lucro Líquido. Ver gráficos 21, 22 e 23.

Nas empresas que não geram valor, o comportamento é inverso, apresentando queda na lucratividade, modesta no que se refere ao EBITDA, mas expressiva no que se refere ao LOLIR e Lucro Líquido. Ver gráficos 24, 25 e 26.

A remuneração dos executivos apresenta crescimento em ambos os grupos. Com isso, é possível perceber maior alinhamento da remuneração com a lucratividade nas empresas que geram valor do que nas empresas que não geram.

Naturalmente, a remuneração não deve estar relacionada apenas às metas de lucro. Outros indicadores de desempenho importantes afetam a remuneração e podem explicar o seu comportamento no período.

Outro fator que pode influenciar a remuneração variável é a valorização de ações, que afeta o montante pago a título de incentivos de longo prazo.

O comportamento do mercado de trabalho gera pressões sobre as políticas e práticas de remuneração e também pode ter afetado as decisões tomadas pelas empresas no período analisado.

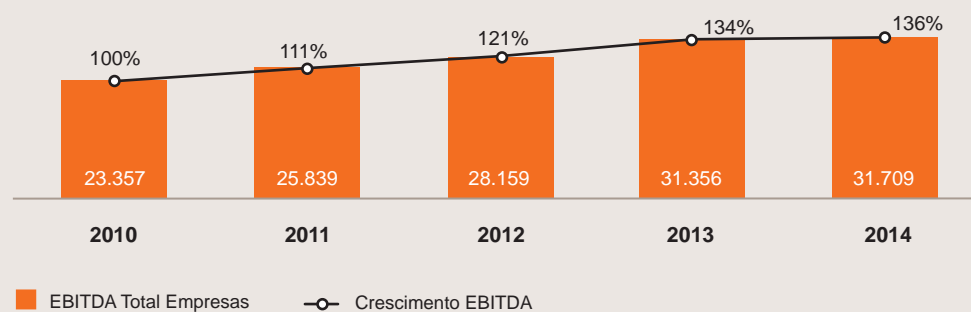
No entanto, o comportamento observado na relação entre remuneração e lucratividade indica a necessidade de ajustes dos modelos de remuneração atualmente vigentes. Isto fica mais claro quando se analisa em separado o que aconteceu com a remuneração variável.



## Gráficos relacionados - Empresas que geram valor:

**Gráfico 21: Evolução do EBITDA**

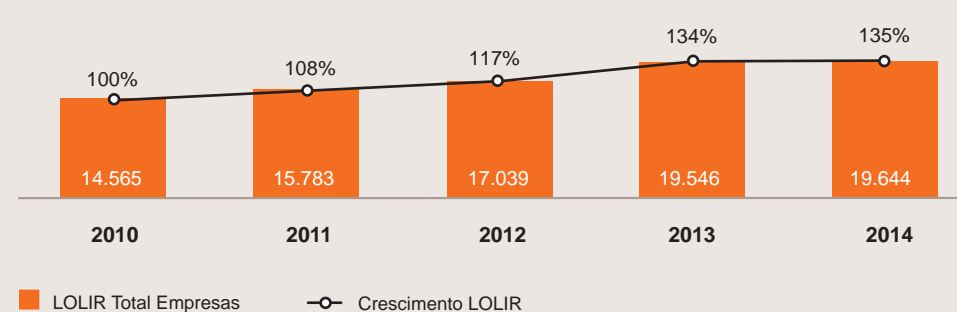
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 34 empresas

**Gráfico 23: Evolução do LOLIR**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 34 empresas

**Gráfico 22: Evolução do lucro líquido**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



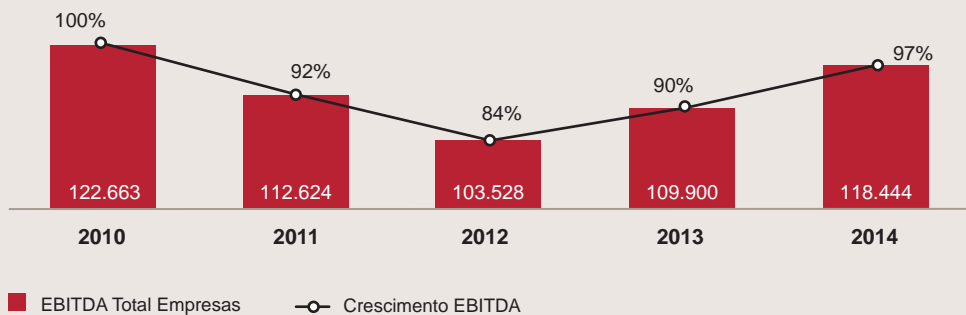
Base: 34 empresas

*A lucratividade das empresas que geram valor no período acompanhou o crescimento nas receitas e apresentou evolução positiva nos três indicadores analisados: O EBITDA, o LOLIR e o Lucro Líquido.*

## Gráficos relacionados - Empresas que não geram valor:

**Gráfico 24: Evolução do EBITDA**

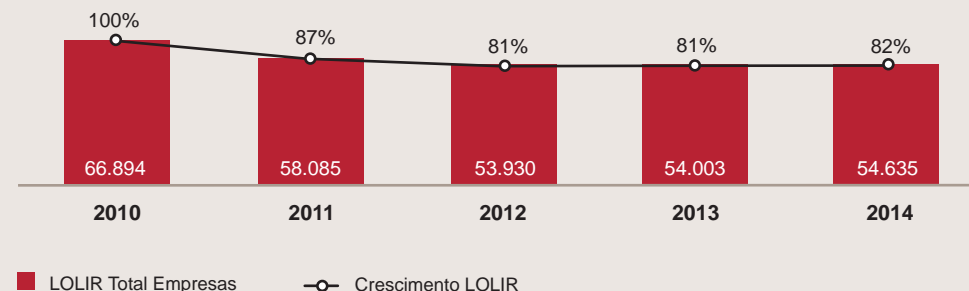
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas

**Gráfico 26: Evolução do LOLIR**

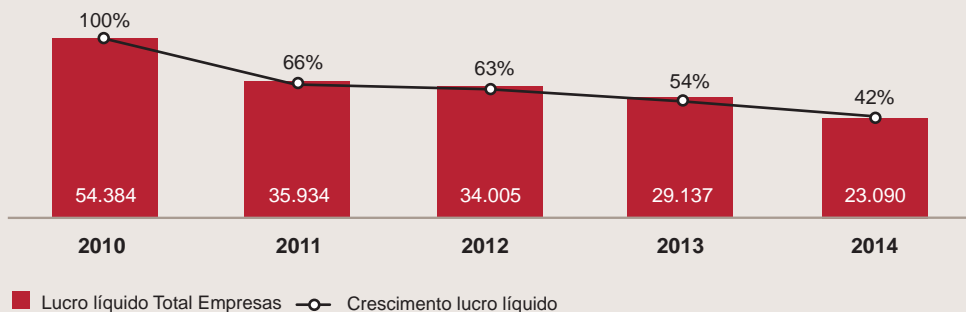
Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas


**Gráfico 25: Evolução do lucro líquido**

Período de 2010 a 2014 – em milhões de reais



Base: 109 empresas

*Já nas empresas que não geram valor este comportamento foi inverso. Apresentam queda na sua lucratividade, modesta no que se refere ao EBITDA, mas expressiva no que se refere ao LOLIR e Lucro Líquido.*



## 5. Modelos de governança corporativa precisam aprimorar o tratamento da remuneração executiva

Os comitês de remuneração e sua composição são alguns dos aspectos relevantes que precisam ser melhorados nos modelos de governança.

Também analisamos os mecanismos de governança utilizados para tratar a questão da remuneração executiva, com base em informações divulgadas nos Formulários de Referência.

Entre os diversos aspectos que constituem o modelo de governança corporativa das grandes empresas, a remuneração de executivos tem recebido atenção especial nos últimos anos, graças à percepção de que esse aspecto da gestão tem impacto significativo no desempenho econômico-financeiro da empresa.

O *Código de melhores práticas de governança corporativa*, lançado originalmente no Brasil em 1999 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e atualizado para recente versão de 2015, tem contribuído de forma substancial para orientar o desenvolvimento de princípios e práticas de boa governança nas empresas nos últimos anos.

Segundo o IBGC, os princípios de boa governança podem ser desenvolvidos por meio de diversos mecanismos, como a definição de regras claras sobre a transferência de propriedade da companhia, a estruturação e a operação do conselho de administração e seus comitês, o uso de auditores independentes, entre outros. A gestão da remuneração executiva também é um desses importantes mecanismos.

---

Recomendações do Código das melhores práticas de governança corporativa, do IBGC, para tratar a remuneração executiva:

---

- Criar um comitê de remuneração, preferivelmente com membros independentes que detenham conhecimentos específicos sobre Recursos Humanos, remuneração e finanças.
  - Vincular a remuneração dos executivos a resultados, com metas de curto e longo prazos, a fim de gerar valor econômico para a organização.
  - Ninguém deve estar envolvido em qualquer deliberação sobre sua própria remuneração.
  - O conflito de interesses inerente às atribuições desse comitê reforça a necessidade desses membros independentes, que irão, entre outras funções, definir a política de remuneração e incentivos do quadro executivo.
  - Obter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos executivos.
  - Encaminhar para aprovação da assembleia os valores e a política de remuneração dos executivos, propostos pelo conselho.
  - A remuneração executiva deve servir como uma ferramenta efetiva de atração, motivação e retenção de profissionais, proporcionando o alinhamento de seus interesses com os da organização.
  - Levantar em conta os custos e os riscos envolvidos nesses programas e a eventual diluição da participação acionária dos sócios.
  - Divulgar e explicar as metas e as premissas da remuneração variável.
  - Desenvolver uma política de remuneração que não estimule ações que induzam os executivos a adotarem medidas de curto prazo sem sustentação ou que prejudiquem a organização no longo prazo.
- 

Fonte: Código de melhores práticas de governança corporativa. São Paulo: IBGC, 5ª edição, 2015.

A criação do comitê de remuneração vinculado ao conselho de administração é um dos mecanismos mais efetivos para aplicar os princípios citados na página anterior.

O comitê tem atribuições importantes como: definir o modelo de remuneração dos executivos e seus empregados, alterar o modelo de remuneração vigente, avaliar o desempenho dos executivos, definir os percentuais de cada indicador de remuneração, entre outras.

59% das empresas que geram valor possuem um comitê de remuneração estabelecido, enquanto que entre as empresas que não geram valor 50% possui comitê. Ver gráfico 27.

Além da oportunidade de expandir o número de empresas que possuem comitê de remuneração estabelecido, percebemos também a possibilidade de melhorar a sua composição. A incidência de empresas que adotam membros independentes no comitê, ou seja experts contratados para este fim, ainda é pequeno.

Um aspecto que vale ser ressaltado é que 7% das empresas que não geram valor têm seu comitê formado apenas por diretores e 6%, por membros independentes e diretores. Essa composição do comitê não é a mais recomendada, pois não mitiga riscos de conflito de interesses. Ver gráfico 28.

A transparência é outro aspecto importante para garantir a aplicação de boas práticas de governança corporativa na gestão da remuneração dos executivos. Ao analisar as informações nos Formulários de Referência, identificamos certa dificuldade para entender claramente a composição e os mecanismos de remuneração dos executivos.

Vale lembrar que o formulário de referência foi criado pela CVM com o objetivo de proporcionar transparência e o maior número possível de informações relevantes para os acionistas e o público em geral sobre os resultados e a gestão da empresa.

Nesse sentido, identificamos oportunidades de melhoria na forma de reporte e na possível ampliação do *disclosure* de dados.

O *disclosure* tem papel importante para a boa governança, pois permite que os acionistas acompanhem as práticas das empresas em que investem fazendo com que os interesses dos gestores e dos acionistas estejam alinhados.

Considerando que alguns membros da administração das empresas estão associados ao Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro (“IBEF-RJ”), os dados da remuneração individual da diretoria não são apresentados em seus formulários de referência em razão da sentença proferida em 17 de maio de 2013, pelo juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro na Ação de Procedimento Ordinário nº 2010.5101002888-5, movida pela IBEF-RJ contra CVM. Das empresas de nossa amostra, 24% delas não divulgam em seus

formulários de referência os dados da remuneração individual máxima, mínima e média dos executivos. Porém, mais importante que os valores em si, é o *disclosure* das informações sobre a composição e critérios da remuneração dos executivos.

Tomando os dados sobre governança em conjunto, uma das conclusões a que se pode chegar é que, embora as empresas brasileiras tenham avançado muito na aplicação de boas práticas de governança nos últimos anos, a gestão da remuneração executiva é um ponto a ser aprimorado.



59%

*Das empresas que geram valor possuem um comitê de remuneração estabelecido.*

## Gráficos relacionados:

**Gráfico 27: Existência de comitê de remuneração na empresa**

Empresas que geram valor



Base: 34 empresas

Empresas que não geram valor



Base: 109 empresas

**Gráfico 28: Composição dos comitês de remuneração**



■ Empresas que geram valor (%)  
■ Empresas que não geram valor (%)

Base: 143 empresas

**Gráfico 29: Itens divulgados nos formulários de referência**  
Frequência de informações fornecidas pelas empresas

O potencial e o Mix pago (em porcentagem) do total da compensação e quantidade de cada parte representada no total



Base: 143 empresas





## Remuneração Integrada: um caminho para alinhar a remuneração executiva com a criação de valor

A remuneração dos executivos tem papel crucial no processo de geração de valor para as empresas e, portanto, na preservação e ampliação do patrimônio dos acionistas. A análise dos resultados da pesquisa indica que há oportunidades de melhoria nas práticas, de forma que elas sejam ao mesmo tempo atrativas para os executivos e alinhadas aos interesses dos acionistas.

Em que pesem os efeitos do mercado de trabalho, que naturalmente influenciam o valor da remuneração, é fundamental tomar medidas internas para melhorar a consistência delas e seu direcionamento para a geração de valor. Trata-se de um requisito importante para o fortalecimento das empresas de capital aberto no Brasil.

Normalmente, a *performance* de um modelo de remuneração pode ser afetada tanto por características no *design* do modelo como por aspectos da sua implementação e gerenciamento.

O presente estudo apresenta evidências de que a integração do modelo de remuneração com os demais componentes da gestão da empresa tende a gerar efeitos positivos na performance organizacional. Este efeito de *fit* do modelo também foi apresentado em estudos acadêmicos anteriores.

Desta forma, acreditamos que a abordagem de remuneração integrada seja um caminho para inspirar as empresas na adoção de práticas de gestão que conduzam a impactos positivos na geração de valor.

Na sequência, detalhamos as questões críticas que envolvem a remuneração integrada em cinco itens.



Modelo de Remuneração Integrada

## Questões críticas da Remuneração Integrada

A geração de valor não pode ser vista como a somatória de iniciativas isoladas, pois depende da integração de diversos aspectos da gestão da empresa.

O montante, as políticas e os critérios para o tratamento dos principais componentes da remuneração total dos executivos

(remuneração fixa, remuneração variável de curto e longo prazo e benefícios) devem estar integrados. Deve existir sinergia com a estratégia, com o modelo de gestão e com a governança da empresa, ao mesmo tempo que se alinha com os requisitos impostos pelo ambiente externo, atende às expectativas dos executivos

e recompensa comportamentos coerentes com os interesses dos acionistas e valorização da empresa.

A seguir, apresentamos uma lista de questões críticas para auxiliar na reflexão e diagnóstico da integração do modelo de remuneração com estas dimensões.

### 1. Estratégia e Estrutura

- O mix de remuneração está alinhado com o direcionamento estratégico da organização, suas características e estágio de evolução no ciclo de vida dos negócios?
- Existe uma clara vinculação entre a remuneração variável e os objetivos de curto, médio e longo prazo?
- A estratégia encontra-se adequadamente desdobrada em objetivos e metas para o time executivo e demais níveis da organização, de maneira a gerar integração e sinergia de esforços?
- O desdobramento da estratégia em objetivos e metas contempla as principais alavancas de geração de valor?

### 2. Modelo de Gestão

- Os indicadores de desempenho e sistemas de informações gerenciais permitem o planejamento e controle das ações que impactam a geração de valor no curto, médio e longo prazo?
- Os indicadores econômicos e financeiros permitem avaliar de forma adequada a geração de caixa, o retorno econômico dos ativos e a preservação do patrimônio dos acionistas?
- Existe uma cultura de gestão direcionada para obtenção de resultados com foco em geração de valor no longo prazo, ou seja, na valorização e perenidade da empresa?

### 3. Governança Corporativa

- O modelo de remuneração segue os princípios da boa governança corporativa?
- Existe um comitê de remuneração vinculado ao conselho, com participação de membros independentes, que apoiam e orientam o conselho na avaliação e melhoria do modelo de remuneração?
- As práticas de remuneração garantem um balanceamento adequado de riscos e estão orientadas para o alinhamento de interesses entre executivos e acionistas?

### 4. Executivos

- A remuneração faz parte de uma proposta de valor mais abrangente para os executivos?
- As competências e comportamentos esperados dos executivos encontram-se claramente endereçados pelo sistema de recompensas?
- Princípios meritocráticos orientam a avaliação de desempenho e, consequentemente, o pagamento de recompensas?
- As características do modelo de remuneração contribuem para atrair e reter executivos que contribuem para o alto desempenho da empresa?

### 5. Ambiente Externo

- O modelo de remuneração executiva considera valores e práticas de mercado, mas estabelece uma estratégia específica, com base nas características e filosofia de gestão da companhia?
- Existem procedimentos estruturados para capturar tendências de mercado, boas práticas, mudanças nas expectativas dos agentes econômicos e na regulamentação como *feedback* para a estratégia de remuneração?
- A empresa promove sua marca empregadora de maneira a influenciar positivamente sua imagem perante os públicos de interesse e melhorar sua atratividade junto aos executivos?

Finalmente é importante levar em conta que a discussão sobre remuneração executiva e geração de valor se inserem num contexto de negócios e com expectativas crescentes dos *stakeholders*.

Este aumento de complexidade e exigências foi uma das principais conclusões da 19ª PwC CEO Survey, que ouviu cerca de 1.400 executivos globalmente.

Eles também indicam que pretendem melhorar a mensuração e reporte de resultados para o mercado, contemplando não apenas os indicadores financeiros tradicionais, mas também indicadores estratégicos, elementos da cultura organizacional, sua postura como empregador e seu impacto no meio ambiente e nas comunidades onde atua. Ver gráfico 30.

Tudo isto reforça nossa discussão sobre a importância do aprimoramento dos modelos de gestão para garantir a geração de valor de maneira sustentável e a adequada recompensa dos executivos que alcançam esse objetivo.

# 19ª PwC CEO Survey

*Demonstrou que as expectativas dos stakeholders são crescentes.*



**Gráfico 30: As empresas globais buscam mensurar e comunicar melhor uma ampla gama de indicadores**



---

## Glossário

**Demonstrações financeiras.**

Conjunto de relatórios divulgados contendo o Relatório da Administração, o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultados, a Demonstração de Fluxo de Caixa, a Demonstração do Valor Adicionado, as notas explicativas e o parecer da auditoria (para as empresas de capital aberto).

**EBITDA.**

Valor extraído da Demonstração de Resultados. Representa o lucro operacional da empresa, acrescido dos valores de depreciações e amortizações.

**Empresas de capital aberto.**

Empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, identificadas no nível de governança corporativa e o IGC – Índice de Governança Corporativa.

**Formulário de referência.**

Estabelecido pela instrução CVM nº 480, na Subseção II de 7/12/2009, é um documento eletrônico atualizado anualmente que contém 22 itens de informações da empresa. É divulgado ao mercado pelas empresas de capital aberto, entregue em até cinco meses da data de encerramento do exercício social.

**Índice de Governança Corporativa.**

Tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA que irão compor o IGC – Índice de Governança Corporativa.

**LOLIR.**

Lucro Operacional ou o lucro da operação líquido dos encargos do IR (Imposto de Renda) e CSL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido). Não se consideram nesse indicador as despesas e receitas financeiras, as outras despesas e receitas não operacionais ou não recorrentes.

**Opção de compra de ações.**

É o direito outorgado ao titular da opção de, se desejar, comprar ou vender ao lançador um lote padrão de determinada ação a um preço por ação previamente estipulado e até uma data prefixada.

**Remuneração variável de curto prazo.**

Remuneração com foco em resultados e desempenho dentro de um período de um ano ou menos.

**Remuneração variável de longo prazo.**

Remuneração com foco em resultados e desempenho da empresa em períodos maiores que um ano.

**ROI = Return On Investment.**

Indicador convencional de análise que mede o retorno dos ativos dado pela relação entre o lucro líquido e os ativos totais.

**ROIC = Return On Invested Capital.**

Indicador financeiro que mede o retorno do capital investido na operação. Equivale à relação entre o LOLIR e o Capital Empregado (Capital de Giro Operacional Líquido mais os Ativos não Circulantes). Quando o ROIC é superior ao WACC, a empresa cria valor, uma vez que o retorno econômico supera o custo do capital. Se o ROIC for inferior, a empresa destrói a riqueza do acionista.

**Stock option ou plano de ações.**

Tem por objetivo alinhar incentivos entre acionistas e gestores no longo prazo. Representa uma forma híbrida de remuneração, pois a concessão de opções de ações pode substituir salários em dinheiro, com base no potencial de ganhos futuros representados pela valorização das ações.

**TSR = Total Shareholder Return.**

Indicador que representa o retorno total ao acionista (*Total Shareholder Return*). Considera no cálculo os ganhos de capital com as ações no mercado e os dividendos recebidos. A taxa do TSR líquida que representa a geração de valor de um investimento, é o TSR que excede o custo de capital da empresa (WACC), dado pela seguinte fórmula:  $TSR_{LIQUIDO} = TSR - WACC$ .

**VBM = Value Based Management.**

Ou Gestão Baseada em Valor é a metodologia que considera os fundamentos do lucro econômico, com objetivo de demonstrar a aplicabilidade dos conceitos de geração de valor. As abordagens que utilizam o VBM são o TSR e o VEC ou EVA.

**VEC ou EVA.**

Diferentemente dos conceitos do lucro contábil, o VBM - metodologia de gestão baseada em valor considera na mensuração os conceitos do lucro econômico, ou seja, incorpora na análise gerencial o cálculo do custo do capital, incluindo o custo de oportunidade do acionista nos resultados da operação. O objetivo é mensurar se os resultados econômicos são suficientes para remunerar o custo de capital dos ativos investidos na operação (capital empregado). Se os resultados econômicos forem superiores, a empresa cria valor ao acionista. Caso contrário, destrói a riqueza.

**WACC = Weighted Average Cost of Capital.**

Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital. É calculado como a proporção, na estrutura de capital, dos componentes de capitais de terceiros onerosos e suas taxas de juros líquidas, mais o capital próprio com o custo de oportunidade do acionista.

---

## Referências bibliográficas

BRIGHAM, E. F. & EHRHARDT M.C. *Financial management: theory and practice*. 14ª ed. South-Western: Cengage Learning, 2014.

CARPENTER, Mason A., SANDERS, WM G. Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, p. 367, fevereiro de 2002.

CHEN, Yasheng, JEREMIAS, Johnny. Business strategy, executive compensation and firm performance. *Accounting and Finance*, p. 113, 2014.

CHNG, Daniel H. M., RODGERS, Matthews S., SHIH, Eric, SONG, Xiao B. When does incentive compensation motivate managerial behaviors? An experimental investigation of the fit between incentive compensation, executive core self-evaluation, and firm performance. *Strategic Management Journal*, p. 1343, março de 2012.

EHRBAR Al. *EVA - Valor econômico agregado*. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 1999.

IBGC, *Código de melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

KATZ, Nancy. Getting the most out of your team. *Harvard Business Review*, p. 22, novembro de 2002.

KOLLER, T., GOEDHART, M., Wessels, David (McK)- McKinsey & Co. *Valuation: Measuring and managing the value of companies* 5th. ed. John Wiley & Sons, Inc. 2010.

LAWLER III, Edward. *Strategic pay: aligning organizational strategies and pay systems*. San Francisco: Jossey-Bass, 1990.

LINS, João, MALVESSI, Oscar. Práticas de remuneração e geração de valor em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Relações com Investidor*. Junho de 2015

LINS, João, MALVESSI, Oscar. Remuneração Executiva e o impacto na Geração de Valor. *Revista de Finanças e Contabilidade da UNIMEP*. Janeiro de 2016

MALVESSI, Oscar. Celeuma Contábil: Será o EBITDA um bom indicador para a gestão financeira das empresas. *Revista Relações com Investidores*. Fevereiro de 2006.

MALVESSI, Oscar. Como a estratégia equivocada destrói a riqueza do acionista. *Revista IBEF-SP* nº 146. Agosto de 2010.

MALVESSI, Oscar. Criar valor é criar riqueza. *Revista ESPM*. Agosto de 2001.

MALVESSI, Oscar. Confortavelmente acomodados no engano. Análise do EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional. *Revista IBEF-SP*. Maio de 2012.

MALVESSI, Oscar. EBITDA: Fluxo operacional de caixa pode ser pequena fração do EBITDA. *Jornal Valor Econômico* de 17 de maio 2012.



MALVESSI, Oscar. Empresas criam ou destroem a riqueza dos acionistas. *Revista Mercado de Capitais da APIMEC-SP*. Março de 2000.

MALVESSI, Oscar. Onde a Sadia perdeu o jogo. Ou por que a Perdigão comprou a Sadia e não o contrário. *Revista EXAME*. 6 de maio de 2009.

MALVESSI, Oscar. *Preservar a riqueza do acionista*. São Paulo: IBGC, 2014.

MARTIN, John D. e PETTY, J. Willian. *Gestão baseada em valor*. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2004.

MCNALLY, Stephen. Pay for performance strategies. *CPA Journal*, Pennsylvania, p. 27- 29, 2003.

PwC. Executive compensation & corporate governance. Suíça: PwC, 2014. Disponível em: [https://www.pwc.ch/user\\_content/editor/files/publ\\_hrs/pwc\\_executive\\_compensation\\_corporate\\_governance\\_14\\_e.pdf](https://www.pwc.ch/user_content/editor/files/publ_hrs/pwc_executive_compensation_corporate_governance_14_e.pdf).

PwC. Making executive pay work. Austrália: PwC, 2012. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/hr-management-services/publications/assets/making-executive-pay-work.pdf>.

PwC, Remuneração executiva e geração de valor. 1ª ed. Brasil: PwC 2015. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/pesquisa-rem-executiva-2015.pdf>.

PwC, 19th Annual Global CEO Survey. Redefining business success in a changing world.UK: PwC 2016. Disponível em: <http://www.pwc.com/gx/en/ceo-agenda/ceosurvey/2016.htm>.

RAPPAPORT, Alfred. *Gerando valor ao acionista*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

*Revista EXAME*. Combinação de bônus alto e lucro baixo irrita acionistas. Abril de 2015

STEWART, G. Bennett. *Em busca do valor*. São Paulo: Editora Bookman, 2005.

SOUZA, Maria Zélia de Almeida; BITTENCOURT, Francisco Rage; PEREIRA FILHO, João Lins; BISPO, Marcelo Macêdo. *Cargos, carreiras e remuneração*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005.

WORLDATWORK. *The worldatwork handbook of compensation, benefits and total rewards: a comprehensive guide for HR professionals*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007.

WOOD JUNIOR, Thomaz; PICARELLI FILHO, Vicente. *Remuneração estratégica*. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

WOWAK, Adam J. & HAMBRICK, Donald C. A model of person-pay interaction: How executives vary in their responses to compensation arrangements. *Strategic Management Journal*, p. 803, dezembro de 2009.

Young, S. D. & O'Byrne, S. F. EVA e gestão baseada em valor: *guia prático para implementação*. São Paulo: Editora Bookman, 2003.

---

## Equipe de pesquisa

---

### Pesquisadores responsáveis - PwC

**João Lins**  
Sócio da PwC Brasil e líder de People&Organisation  
joao.lins@pwc.com

---

### Equipe técnica - PwC

**Andrea Pardini**  
Consultora sênior de People&Organisation  
andrea.pardini@pwc.com

**Mariane Ribeiro**  
Consultora de People&Organisation  
mariane.ribeiro@pwc.com

**Ana Paula Eilers**  
Consultora de People&Organisation  
ana.paula.eilers@pwc.com

---

### Pesquisadores responsáveis - FGV

**Oscar Malvessi**  
Coordenador do Núcleo VBM-Value Based Management no Instituto de  
Finanças da FGV-EAESP  
oscar.malvessi@fgv.br  
oscar@oscarmalvessi.com.br

---

### Equipe técnica - FGV

**Victor Lagrotta D. Pereira**  
Analista Financeiro  
victor@oscarmalvessi.com.br



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



PwC Brasil



@PwCBrasil



@pwcbrasil



PwC Brasil



youtube.com/PwCBrasil

© 2016 PricewaterhouseCoopers Brasil Ltda. Todos os direitos reservados. Neste documento, "PwC" refere-se à PricewaterhouseCoopers Brasil Ltda., firma membro do network da PricewaterhouseCoopers, ou conforme o contexto sugerir, ao próprio network. Cada firma membro da rede PwC constitui uma pessoa jurídica separada e independente. Para mais detalhes acerca do network PwC, acesse: [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure)

