

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Bônus vinculados a dividendos: não caia nesta armadilha!

Associar planos de remuneração a dividendos é uma maneira equivocada de tentar condicionar o pagamento de bônus à criação de valor para o acionista

Temos visto recentemente que algumas empresas no Brasil passaram a atrelar, direta ou indiretamente, o pagamento de bônus à política de dividendos, fixando-o como um percentual do dividendo recebido pelos acionistas ou, ainda, limitando o bônus a um certo percentual do dividendo. Políticas deste tipo estabelecem regras até então inexistentes na gestão dos negócios. Tais políticas tem sentido econômico e criam incentivos corretos para a gestão do negócio?

Na verdade, o pagamento de dividendos deve estar estreitamente relacionado ao plano de negócios da empresa, a uma análise de suas oportunidades de investimento e sua influência na capacidade de endividamento, nas necessidades de caixa e no perfil de risco a que está exposta. Portanto, não deve existir uma relação entre o Plano de Bônus e a Política de Dividendos. Mas por que então observamos empresas adotando estas políticas?

Provavelmente, conselheiros e acionistas majoritários querem se assegurar de que o bônus recebido pelos gestores não exceda a "efetiva criação de valor". A motivação possivelmente vem de um desconforto passado, no qual acionistas tenham ficado com a sensação de terem pago bônus injustificados. Porém, estas regras apenas criam a ilusão de que bônus somente será pago após os acionistas terem recebido uma remuneração adequada.

Acreditamos que o desconforto pode ser explicado por algumas razões:

- O pagamento de bônus com base em uma medida de desempenho incompleta, não relacionada à criação de valor. Muitas empresas desconsideram o custo do capital empregado. Uma companhia que utilize o EBITDA como medida de desempenho e sustente o crescimento do EBITDA através de investimentos em projetos com retorno inferior ao custo de capital, na prática, está destruindo

valor! Em outras palavras, enquanto os executivos recebem bônus por terem atingido suas metas EBITDA, os acionistas tem o valor econômico de seu patrimônio depreciado.

- A utilização de um plano de remuneração variável que não reconhece que a remuneração variável é um custo do próprio período. Ou seja, que o desempenho da empresa deve ser avaliado após o pagamento de bônus.

- Por fim, as metas de desempenho propostas para os executivos foram tímidas em relação às expectativas de mercado, e, muitas vezes, de fácil atingimento.

Mas será que, ao adotar estas políticas, os acionistas estão efetivamente se protegendo de um pagamento excessivo de bônus? Quais os efeitos colaterais esperados?

É razoável esperar que os executivos tentem maximizar o valor dos dividendos, ampliando os seus bônus. O resultado de tais ações pode levar às seguintes situações de destruição de valor:

- a) Quando o "Business Plan" mostrar que existem oportunidades de crescimento através de aquisições ou de um agressivo programa de expansão e que, portanto, a empresa deveria reinvestir o caixa no negócio;

- b) Quando a empresa precisar investir um volume significativo de recursos em pesquisa e desenvolvimento ou em conquista de mercado para gerar retorno no longo prazo;

- c) Quando a previsão de cenário macroeconômico indicar a necessidade de um maior colchão de caixa para atravessar um período de turbulência; e

- d) Quando, havendo excesso de caixa, o programa de recompra for mais adequado que o pagamento de dividendos.

Todas as ações acima seriam ignoradas porque a regra do bônus pediria dividendos. O desalinhamento de interesses existe pois o dividendo não é a única forma de criação de valor para o acionista, nem a melhor maneira de medir o valor criado. A regra desconsidera o fato de que grande parcela da criação de valor provém dos ganhos de capital. Ganhos esses provenientes de uma criteriosa e responsável gestão dos recursos da empresa - ou seja, de investimento em projetos com retorno superior ao custo de capital.

Em suma, nunca devemos esquecer que um plano de remuneração deve: 1) Estabelecer metas de desempenho baseadas nas expectativas de mercado; 2) Utilizar medidas de desempenho que incorporem o custo do capital empregado; e, 3) Reconhecer o custo do bônus na medida de desempenho do período.

Por Sergio Pinheiro, vice presidente senior, e Felipe Franco, associate da Stern Stewart (spinheiro@sternstewart.com.br e ffranco@sternstewart.com.br)