

Entrevista

Escândalos com esquemas de pagamentos a gestores vão continuar

Especialista em remunerações a gestores e governação, Urs Peyer fez uma análise profunda ao fenómeno de “backdating”. Em entrevista por escrito, defende que é preciso uma maior intervenção dos accionistas

Luís Villalobos

● As últimas notícias sobre “backdating”, como as declarações do ex-administrador financeiro da Apple, culpando Steve Jobs, mostram que o problema ainda não terminou? Porquê?

Muitas empresas estão a enfrentar questões de “backdating” internamente [veja caixa]. Todavia, algumas são obrigadas pela SEC (Securities and Exchange Commission) ou por processos legais movidos por accionistas a revelar as suas práticas de concessão de opções de acções. Os casos recentes dizem respeito à concessão de opções de acções que ocorreram há alguns anos. Normalmente, o “backdating” parece ter-se iniciado (em maior escala) em meados dos anos 90 e durou até 2002. Após as regras de governação impostas pelo Sarbanes-Oxley Act em 2002 a oportunidade de fazer “backdating” diminuiu. O que importa é que o “backdating” é apenas uma forma de os gestores enriquecerem à custa dos investidores. O facto de os gestores estarem dispostos e poderem jogar com o sistema para obterem benefícios injustificados lança dúvidas sobre a eficácia do actual sistema de administração de empresas. Em recentes investigações que fiz, em conjunto com Lucian Bebchuk, de Harvard, e Yaniv Grinstein, de Cornell, descobrimos que membros do conselho de administração também receberam acções com data anterior à da compra. Num certo sentido, a própria instituição que de-

verá estabelecer o salário de um CEO e fiscalizar todo o processo também beneficiou deste esquema. Embora as alterações da regulamentação possam ter freado a frequência e o peso económico do “backdating”, os problemas subjacentes de os gestores e a administração não estarem necessariamente a agir no interesse dos proprietários da empresa foi o que aprendemos com estes escândalos. Naturalmente que uma pessoa se cansa de investir dinheiro em empresas que praticaram “backdating” - está-se, “a priori” à espera que essas empresas sejam permeáveis a outras formas de esbanjar dinheiro dos accionistas.

O que é que podemos esperar para os próximos meses relativamente a esta questão?

Eu espero que haja mais empresas a descobrir e a apresentarem provas de que na realidade os seus gestores e a administração beneficiaram de acções “backdated”. As empresas vão ter de arranjar uma maneira de convencer os accionistas de que eles estão a defender os seus interesses. O meu co-autor, Lucian Bebchuk, está a esforçar-se imenso para o salário dos gestores principais das empresas seja aceite por três quartos dos dos directores independentes do conselho de administração, exceptuando apenas as remunerações da comissão de compensação. Isto faria aumentar o poder dos accionistas no processo de estabelecimento dos salários e levaria a melhores acordos de remuneração.

A Activision terá de pagar 67 milhões de dólares devido a “backsating”. A honestidade, mesmo tardia, é um bom sinal para o mercado?

É uma interpretação possível. O mais provável, na minha opinião, é que o mercado tenha previsto um maior custo de reembolso. Se se fala em 67 milhões, a reacção positiva do mercado vai ser “isso é menos do que esperávamos - ótimo”. Pode calcular-se quanto custará o aumento do preço das acções criado olhando para a variação do dólar no preço das acções e multiplicar esse valor pelo número de acções disponíveis. Pode depois ver-se qual foi o aumento do valor de mercado devido ao anúncio. Isso dará a noção da dimensão. Normalmente, os reembolsos também estão associados a reacções positivas do preço das acções, simplesmente porque havia incerteza

quanto ao tempo que o caso iria durar. O reembolso significa que terminaram os gastos com advogados... E isso é, normalmente, um bom sinal.

O Pulitzer atribuído ao Wall Street Journal significa que o mercado está farto de comportamentos condenáveis, reconhecendo o papel do jornalismo de investigação?

Não há dúvida que o jornalismo de investigação desempenha um papel importante na nossa sociedade. Um ensaio recente dos professores Zingales, Dyck e Morse (que revela fraudes empresariais) conclui que na maior parte das vezes são os empregados que revelam a fraude, mas que não é clara a razão por que o fazem porque não ganham nada com isso. Nos Estados Unidos, por lei, os empregados não podem ter participação

nos lucros (com excepção do sector da saúde). É menos frequente ser o jornalismo de investigação a denunciar a fraude empresarial, mas tem um papel muito importante. É natural que, para além do jornalismo de investigação, também os empregados usem a imprensa para denunciar a fraude, como nos casos de “backdating”. Os jornais são, pois, um meio muito importante para trazer as fraudes ao conhecimento público. Para mim, o Prémio Pulitzer é o reconhecimento não apenas do jornalismo de investigação, mas também do facto de o WSJ confirmar de forma independente e séria as histórias que lhe chegam, sabendo eles das consequências de acusações injustificadas.

Na sua opinião qual foi o papel do WSJ no processo de denúncia da questão do «backdating»?



BARROS & BARROS/GETTY IMAGES



**Dê as voltas que quiser,
no Centro Renault Empresas do Porto
encontra sempre a solução mais eficaz e económica
para a mobilidade da sua empresa.**



Renault Boavista
Rua do Grijó, 123/127 • 4151-701 Porto
Tel.: 22 619 07 00 • Fax: 22 619 07 80

Renault Gondomar
Zona Industrial da Portelinha (ao IC-29) Lote 15 • 4424-852 Gondomar
Tel.: 22 466 11 00 • Fax: 22 466 11 80

Opinião

O poder da ética e a força da lei nos salários

Decidam-se!

João Duque

Martin Sabo é um político americano que se retirou recentemente do Congresso Americano, onde esteve 28 anos como representante do Partido Democrata. Consideravam-no o mais liberal dos representantes do Estado do Minnesota e propôs ao Congresso uma alteração fiscal: que em cada empresa, não se aceitasse como custo fiscal dedutível, o valor da remuneração em salários e prémios de qualquer trabalhador (inclusive a administração), que excedesse 25 vezes o que se paga ao trabalhador mais baixo na escala de salários dessa mesma empresa. A medida proposta por Sabo visava limitar os excessos e prevenir o crime empresarial, por redução de práticas manifestamente contrárias aos interesses de todos os "stakeholders", incluindo os accionistas. A consulta pública ao ante-projecto do novo regulamento da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas que decorre até 4 de Julho próximo, propõe a divulgação da remuneração dos administradores das empresas cotadas, podendo ir até ao detalhe da sua individualização. A questão é polémica, mas se há uma convicção profunda de que essa é a atitude correcta, porque ela permitirá trazer mais vantagens do que inconvenientes para a sociedade onde se insere a empresa, porque se mantém a divulgação das remunerações individuais ao nível da mera recomendação? Porque não, obrigar todos os administradores a divulgarem as suas remunerações individuais, tal como o fazem os membros do conselho directivo da CMVM no anexo às demonstrações financeiras da mesma? Se não há uma convicção profunda na justeza da proposta, situando-se a mesma ao nível da ética e acima do limiar da lei, então para quê insistir, mantendo-a? A CMVM deve preocupar-se com a lei e não com ética. Sabo levou sucessivamente ao Congresso, durante 25 anos, aquela proposta de alteração fiscal. Nunca chegou a ser aprovada.

*Professor Catedrático do ISEG
joao.duque.publico@gmail.com*

Inveja

Luis Correia

Há, na maioria dos portugueses, uma bem conhecida tendência para a inveja. Logo que alguém começa a singrar na vida deseja-se o seu descalabro. Um exemplo simples: já ninguém suporta o José Mourinho e tudo o que mais querem é vê-lo perder. Um destes dias sucede ao Cristiano Ronaldo... A recomendação da CMVM de divulgação das remunerações pagas aos administradores das empresas cotadas, indo-se até ao detalhe pidesco de sugerir a sua divulgação individual é disso exemplo. O que é que se ganha em conhecer, individualmente, quanto ganha o presidente e cada um dos administradores de uma empresa? Essa divulgação aumenta a motivação dos trabalhadores da empresa? Não! Aumenta o empenho dos administradores? Não! Aumenta a eficiência da empresa? Não! Alimenta-se a vaidade pela remuneração elevada? Sim. Aumenta-se o exibicionismo e a compra de bens de luxo (já que sabem o que ganho porque não exibí-lo)? Sim. Canaliza-se o capital da poupança da administração para o consumo? Sim. Se não se preocupam em obrigar os administradores das empresas cotadas a investir uma parte das suas remunerações na própria empresa, para com ela alinharem os seus interesses, porque se preocupam tanto em mostrar as remunerações especialmente quando as relacionam com os resultados? O exercício da CMVM em mostrar que os administradores parecem delapidar os lucros das empresas cotadas é populista, mas o que seria grave era mostrar que, por causa dos administradores essas empresas tinham prejuízos! Não me importo nada de fazer alguém rico se eu também beneficiar. O que me preocupa é se fico mais pobre à custa da riqueza dos outros.

*Economista
luis.correia.publico@gmail.com*

O professor Erik Lie da Universidade do Iowa, que foi quem inicialmente descobriu os padrões que provavelmente vieram atribuir uma data anterior à da compra às acções dos CEOs, abordou o WSJ para que este divulgasse as descobertas. O WSJ procedeu então à análise individual de cada caso e deu a conhecer a fraude ao público. Tem, desde então, mantido uma lista de empresas que estão sob a investigação da SEC como forma de pressionar as empresas a limpar a imagem. Creio que ajudou no processo o facto de os accionistas terem obrigado as empresas a substituir os gestores principais e os directores que beneficiaram de acções "backdated". Manter este tema particular como notícia é importante, pois vamos aprendendo mais sobre o fenómeno e como minimizar futuros erros de administração. A esse respeito, o WSJ publicou resumos de descobertas de investigações, incluindo a do meu trabalho com Bebchuk e Grinstein, que mostra até que ponto a prática de "backdating" estava de facto espalhada, o que está muito ligado a disposições de administração que não são as melhores, como por exemplo os directores do Conselho de Administração não serem independentes.

É possível saber-se até que ponto isso se espalhou entre as empresas?

Na investigação que fiz com Bebchuk e Grinstein «Lucky CEOs and Lucky Directors» (Gestores e Directores Afortunados), calculamos que 700 empresas registadas nos Estados Unidos deram acções "backdated" aos gestores principais e cerca de 450 empresas concederam-nas a membros externos do Conselho de Administração. Actualmente, existem cerca de 200 empresas sob investigação e outras há que iniciaram investigações internas que vão resultar em alterações nos ganhos declarados durante os anos de "backdating". Calculamos também que cerca de 850 gestores principais (cerca de 10 por cento) receberam efectivamente acções "backdated", e um número ainda maior de directores externos, nomeadamente cerca de 1400 (cerca de 15 por cento da amostra), beneficiaram dessa prática.

E podemos conhecer com exactidão se e de que forma as empresas e os accionistas foram afectados?

Na minha investigação descobrimos que os gestores ganham, com o "backdating", cerca de 10 por cento da sua compensação anual. Isso só por si não parece ser um número muito elevado. Todavia, quando as empresas são acusadas pela SEC de proceder erradamente, um estudo efectuado pelos professores Narayanan, Schipani e Seyhun da Universidade do Michigan, descobre uma descida de 8 por cento no valor médio das acções, o que representa uma perda de valor de cerca de 500 milhões de dólares. Assim, para além dos simples custos de conceder acções "backdated", isto é, custos de compensação de que o mercado não tinha conhecimento, há valor destruído. A interpretação é que os accionistas estão preocupados com o facto de se os gestores fazem "backdating", de que outras formas nos conseguem eles extorquir, a nós accionistas, valor? Isto significa que o escândalo ultrapassa de facto o próprio "backdating" na medida em que faz ressaltar pontos fracos da "corporate governance" em algumas empresas.

No caso RIM/Blackberry, o escândalo levou a uma mudança, quando Jim Balsillie deixou de ser

presidente, mas manteve-se como co-CEO. Isto foi cosmética ou um sinal de que o presidente tem de ser um "controlador" da gestão?

Separar o papel de presidente não executivo ["chairman"] do de presidente executivo ["CEO"] é seguramente uma boa ideia. É o que se verifica no Reino Unido. Os Estados Unidos não adoptaram ainda essa norma. Inclusivamente, o presidente pode ter poder, mas na realidade esse poder depende de estar disposto a intervir e de lhe ser dado suficiente acesso à informação para que desempenhe o seu trabalho, e se lhe é dado o incentivo certo para que o desempenhe bem. O conselho de administração tem claramente um papel de controlo, mas tem também outras responsabilidades. Por exemplo ajudar a empresa a encontrar uma estratégia que resulte e seja do interesse dos accionistas.

Os responsáveis envolvidos não pensaram que um dia podiam ser apanhados? Já para não falar das questões éticas e morais.

Na nossa investigação encontrámos padrões que sugerem que os gestores tomaram uma decisão clara de troca entre os ganhos do "backdating" e os potenciais custos de serem descobertos. Descobrimos que os meses em que o preço das acções se alterava de forma substancial eram muito provavelmente meses em que os gestores tinham atribuído às acções uma data anterior à da compra. Por exemplo, é muito mais provável que um gestor, para uma acção cujo preço actual é 100, fixe o seu preço de realização para o mais baixo do mês, se for de 50, do que se for de 95. Por outras palavras, os ganhos de "backdating" de uma acção são tanto mais substanciais quanto maiores forem as oscilações de preço dentro do período de tempo em que os executivos "backdated" as acções. Isto é até verdade, em média, se analisarmos o

O analista de um esquema de fraudes

Urs Peyer, de nacionalidade suíça, é professor assistente de Finanças no Insead. Doutorou em Finanças pela Kenan-Flagler Business School, EUA, tem-se dedicado à investigação nas áreas de finanças corporativas, governação empresarial, compensações de executivos, entre outras. O trabalho que elaborou em parceria com Lucian A. Bebchuk e Yaniv Grinstein, "Lucky CEO's", pode ser lido em www.nber.org. É uma das análises mais profundas ao fenómeno de "backdating", que consiste no uso indevido de opções sobre acções ("stock options"). Os gestores alteram o dia em que as referidas opções sobre acções foram atribuídas, recuando no tempo até aos dias em que a cotação estava nos mínimos, para depois maximizar o ganho no acto de venda.



Urs Peyer

comportamento de um determinado CEO ao longo de vários anos. Uma coisa que o Sarbanes-Oxley Act fez foi aumentar as sanções para fraude. Daí que neste momento o "trade-off" seja diferente porque se se for descoberto, as consequências são muito mais severas. A esperança é que isso leve a que haja menos fraudes. Uma vez que a maior parte dos gestores percebem isso, deviam verificar-se menos casos - mas eu estou convencido de que continuam a existir casos de grandes fraudes, em que os benefícios dos executivos são de facto realmente grandes.

Estas questões estão a afectar a prática de uma parte do pagamento aos gestores ser feita em opções sobre acções (stock options)?

O "backdating" salientou que a forma como as empresas implementaram este tipo de compensações não é, claramente, a melhor. Mas o uso de incentivo é um "must" e terá a sua forma de ser feito. Basta vermos a onda de "private equity". Os gestores deste tipo de empresas são pagos pelo seu desempenho - e muito bem pagos. Os gestores de empresas públicas deviam receber alguma compensação caso contribuam para a criação do valor e as opções sobre acções são uma boa forma, e com excelentes resultados, de compensar os gestores. No entanto, a concessão e a execução destas práticas tem de ser determinada previamente e tem de haver um sistema de controlo que coloque perguntas difíceis e que seja capaz de detectar uma fraude

Porque é que não há empresas europeias com problemas de "backdating"?

A razão tem a ver com o facto de a maior parte dos países terem diferentes normas fiscais e contabilísticas para as acções dos executivos. Nos Estados Unidos foram dados às empresas incentivos para concederem opções "at-the-money". Ou seja, opções que permitem comprar as acções ao preço actual do mercado, mas num determinado tempo no futuro. "Backdating", basicamente, obrigou a empresa a dizer que a opção foi concedida num dia em que o preço de mercado estava mais baixo. Daí que os executivos, no futuro, pudessem comprar as acções a um preço mais baixo e ganhar mais dinheiro. Claro que os incentivos para manipular algo no processo de opções sobre acções também existem na Europa.

Consegue-se arranjar forma de evitar este tipo de escândalos?

Podem ser minimizados fixando a data em que ocorrerá a concessão das acções e tornando o seu preço uma média durante um determinado período de tempo. Mas existem outras questões em que as pessoas ainda não pensaram: para evitar abusos futuros, os accionistas devem ter mais poder na tomada de decisões. Devia ser fácil mudar membros do Conselho de Administração que parecessem não agir no interesse dos accionistas; devia ser claro que aos acordos de compensação remuneratória se desse alta prioridade e os directores independentes têm de concordar com isso.

Do lado do mercado, quanto melhor as instituições (incluindo jornais) se tornarem a detectar a fraude, mais fácil decorrerá o processo. Mas, se se tiver um gestor que é um "bandido", vai ser difícil detectar o problema antes de se verificarem danos.

Assim sendo, creio que haverá mais escândalos relacionados com as vantagens que os gestores tiram à custa dos accionistas