

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL**

LAÍS DE AVILA GASPARY

**ANÁLISE ECONÔMICA DO *NON-COMPLIANCE* DE DIVULGAÇÃO DE
REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE A PARTIR DA INSTRUÇÃO CVM Nº 480/2009**

SÃO LEOPOLDO

2017

Laís de Avila Gaspary

ANÁLISE ECONÔMICA DO *NON-COMPLIANCE* DE DIVULGAÇÃO DE
REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE A PARTIR DA INSTRUÇÃO CVM Nº 480/2009

Dissertação apresentada como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre
em Direito da Empresa e dos Negócios,
pelo Programa de Pós-Graduação em
Direito da Universidade do Vale do Rio
dos Sinos – UNISINOS
Área de concentração: Direito da
Empresa e dos Negócios

Orientador: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa

São Leopoldo
2017

G249a Gaspar, Laís de Avila

Análise econômica do *non-compliance* de divulgação de remuneração de executivos no Brasil : uma análise a partir da Instrução CVM nº 480/2009 / por Laís de Avila Gaspar. – 2017.

81 f. : il., 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Direito, 2017.

Orientação: Prof. Dr. Cristiano Machado Costa.

1. Divulgação. 2. Remuneração de executivos. 3. *Non-compliance*. 4. Análise econômica. I. Título.

CDU 346.1

Catálogo na Fonte:

Bibliotecária Vanessa Borges Nunes - CRB 10/1556

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA EMPRESA E DOS
NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL

O Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: "**ANÁLISE ECONÔMICA DO NON-COMPLIANCE DE DIVULGAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO BRASIL: UMA ANÁLISE A PARTIR DA INSTRUÇÃO CVM Nº 480/2009**" elaborado pela mestranda **Laís de Avila Gaspary**, foi julgada adequada e aprovada por todos os membros da Banca Examinadora para a obtenção do título de MESTRE EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS - Profissional.

São Leopoldo, 14 de novembro de 2017.


Prof. Dr. **Wilson Engelmann**

Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Direito da Empresa
e dos Negócios

Apresentada à Banca integrada pelos seguintes professores:

Presidente: Dr. Cristiano Machado Costa

Membro: Dr. Fabiano Koff Coulon

Membro: Dr. João Zani

Membro: Dr. Fernando Caio Galdi (PARTICIPAÇÃO POR WEBCONFERÊNCIA)

A minha família,
Fonte de fé, amor e aprendizados diários.

AGRADECIMENTOS

Ao Felipe, aquele que ilumina todos os meus dias, a quem escolhi para ser meu companheiro de vida e com quem divido as minhas jornadas diárias e acadêmicas. És para mim fonte da mais pura admiração. Ao Professor Cristiano Machado Costa com quem tive o prazer de desenvolver esta pesquisa, meu sincero agradecimento pelo incentivo, orientação e confiança depositada na elaboração deste trabalho. Ao Professor Wilson Engelmann por um dia ter sonhado com um programa de Mestrado Profissional em Direito da Empresa e ter dividido este sonho conosco, os alunos desta primeira turma. Foi um orgulho dividir com o Professor os desafios desta jornada. Aos demais professores e colaboradores do Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios, foram todos de fundamental importância para o meu aprendizado e amadurecimento. Por fim, meu agradecimento especial aos colegas desta primeira turma por tornarem esta jornada mais leve e prazerosa.

RESUMO

O presente trabalho tem como temática principal a análise econômica da compulsoriedade de divulgação de informações de remuneração máxima, mínima e média de executivos após o advento da Instrução CVM nº. 480. Inconformado com a obrigatoriedade de divulgar tais informações o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF/RJ), representando companhias e executivos a ele filiados promoveu demanda judicial objetivando o afastamento da aplicação do subitem 13.11 do anexo 24 da Instrução CVM nº. 480. O principal argumento do IBEF/RJ era o de que a obrigatoriedade de divulgação das informações de remuneração violaria o direito a intimidade, privacidade e sigilo de dados dos executivos, bem como aumentaria os riscos à segurança dos executivos e de suas famílias. Protegidas pela liminar concedida ao IBEF/ RJ, quarenta e oito companhias abertas deixaram de divulgar as informações de remuneração dos seus executivos. Enquanto algumas companhias utilizavam-se da liminar para eximirem-se da divulgação das informações de remuneração de executivos, muitas outras já no primeiro ano de vigência da instrução passaram a divulgar as informações em cumprimento com a instrução CVM nº. 480. Através do estudo dos casos PDG REALTY S.A e BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A o presente trabalho teve como objetivo identificar quais as possíveis razões das companhias para o *compliance* ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480. A resposta ao problema de pesquisa foi encontrada através do emprego da metodologia de estudo de caso múltiplo. Ao encontrar a resposta ao problema de pesquisa a metodologia empregada ainda chamou a atenção para o processo decisório das companhias pelo *non-compliance* com a regra de evidenciação. Por fim, foi possível concluir que o que deveria servir para alinhar os interesses dos executivos com aqueles eleitos pelos acionistas como prioritários em verdade tem sido utilizado como forma de expropriação dos minoritários, através da maximização da riqueza dos próprios executivos.

Palavras-chave: Divulgação. Remuneração de Executivos. *Non-Compliance*. Análise Econômica.

ABSTRACT

The main topic of this dissertation is the economic analysis of the compulsory disclosure of information on maximum, minimum and average compensation of executives after the publication of CVM (the Brazilian securities and exchange commission) Instruction nº. 480. Notwithstanding the obligation to disclose such information, the Brazilian Institute of Finance Executives (IBEF/RJ), representing companies and executives affiliated to it, filed a lawsuit seeking to waive the application of subitem 13.11 of annex 24 of CVM Instruction nº. 480. The main legal argument used by IBEF/RJ was that the mandatory disclosure of compensation information would violate executives' rights to intimacy, privacy, and data confidentiality, as well as increase safety risks to executives and their families. Protected by the injunction granted to IBEF/RJ, forty-eight publicly traded companies ceased their disclosure of executive compensation information. While some companies used the granted injunction to exempt themselves from the disclosure of executive compensation information, many other companies began to disclose such information in compliance with CVM Instruction nº. 480, already in its first year of validity. Through two cases PDG REALTY S.A and BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A or present work has as objective to identify the possible reasons of companies for compliance or non-compliance with the rule of subitem 13.11 of CVM Instruction nº. 480. The answer to the research problem will be found by using the multiple case study methodology. In finding the answer to the research problem, the employed methodology also drew attention to the decision-making process of the companies for non-compliance with the rule of evidence. Finally, it is possible to conclude that which should serve to align executives' interests with those elected by shareholders as priorities has, in fact, been used as a form of expropriation of minority shareholders by maximizing the wealth of executives themselves.

Key-words: Disclosure. Executive compensation. Non-compliance. Economic analysis.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 METODOLOGIA	10
2.1 ESTUDO DE CASO MÚLTIPLO	11
2.2 MÉTODO DE ABORDAGEM: ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	12
3 EVIDENCIAÇÃO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	13
3.1 REGRA GERAL DE EVIDENCIAÇÃO PELA <i>SECURITY EXCHANGE COMMISSION</i> (SEC)	15
3.2 INSTRUÇÃO CVM Nº. 480/ 2009	17
4 JUDICIALIZAÇÃO DA EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO ÂMBITO BRASILEIRO	20
4.1 DIREITO CONSTITUCIONAL A PRIVACIDADE E INTIMIDADE	30
4.2 TEORIA DE AGÊNCIA, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E EXPROPRIAÇÃO DE MINORITÁRIOS	38
5 ESTUDO DE CASO DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	44
5.1 O CASO PDG REALTY S.A DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	47
5.2 O CASO BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	58
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
REFERÊNCIAS	75

1 INTRODUÇÃO

O problema de pesquisa do presente trabalho buscou identificar quais as possíveis razões das companhias analisadas para o *compliance* ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480. A instrução determina que as companhias de capital aberto devem indicar, para os 3 últimos exercícios sociais, o valor da maior remuneração individual, da menor remuneração individual e o valor médio de remuneração individual em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal. A resposta preliminar ao problema de pesquisa foi encontrada na análise da ação proposta pelo IBEF/ RJ.

Da ação proposta pelo IBEF/ RJ depreende-se a hipótese de pesquisa no sentido de que a razão para o *non-compliance* das companhias seria a de que essa regra violaria o direito a intimidade e privacidade dos executivos. Entretanto, através da análise dos casos e do contraponto da teoria jurídica com a teoria econômica foi possível avaliar se o *non-compliance* das companhias se deve efetivamente a suposta violação ao direito a intimidade e privacidade ou se tal argumento omite a real intenção das companhias com o *non-compliance* de remuneração.

Pesquisas apontam que as companhias que não divulgam as informações de remuneração pagam aos seus executivos salários muito maiores do que aqueles pagos por seus concorrentes de capital aberto no mercado, o que sugere que a política de remuneração destas companhias não está alinhada com a geração de valor e em alguns casos pode estar provocando a expropriação dos acionistas minoritários.

O presente trabalho preocupa-se com a análise e verificação do contexto externo das companhias propondo a discussão acerca do papel da Gestão e Governança Corporativa no cenário empresarial globalizado e insere-se na Linha de Pesquisa de Direito dos Negócios e Globalização.

A pesquisa desenvolvida buscou uma maior interação entre Direito e Economia. Isso porque se acredita que mais do que se ocupar da legalidade de uma norma, o direito precisa compreender os efeitos, consequências e impactos que determinada norma jurídica pode gerar na economia e na sociedade, evitando-se assim julgamentos que possam provocar distorções indesejadas nas esferas social e econômica.

Trazer as consequências de uma norma jurídica para o centro do debate permite que se compreenda melhor os incentivos, intencionais ou não, e os desincentivos conferidos pelas normas jurídicas. Estes incentivos ou desincentivos serão determinantes na tomada de decisão dos atores sociais pelo cumprimento ou não de uma norma.

Feitas estas considerações, tem-se que analisar e compreender as razões que podem ter levado algumas companhias listadas na BM&FBovespa a se recusarem a divulgar as informações sobre remuneração de executivos pode fornecer importantes subsídios a auxiliar os Magistrados na tomada de decisão quando da análise do processo. A pesquisa desenvolvida tem relevância também para os investidores em companhias abertas no Brasil uma vez que fornece uma ampla análise das possíveis razões que motivaram as companhias ao cumprimento ou não com a Instrução.

Nesse sentido, fundamentos de microeconomia podem ampliar o horizonte de possibilidades de análise da recusa das companhias em cumprir com a Instrução CVM nº. 480, evitando-se assim a versão reducionista de que o *non-compliance* se deve meramente a suposta violação aos direitos de intimidade, privacidade e sigilo de dados bem como ao aumento dos riscos de segurança que estariam expostos os seus Executivos.

Ao compreender a avaliação feita pelas Companhias quanto ao *non-compliance* desta Instrução, foi possível identificar quais as possíveis razões das companhias analisadas nos casos práticos apresentados para o descumprimento com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480.

A metodologia escolhida para o desenvolvimento do presente trabalho foi o estudo de caso múltiplo e o objetivo do trabalho é realizar a análise econômica do *non-compliance* das companhias com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480. Para tanto, foi necessário analisar o comportamento das companhias com relação ao *compliance* ou *non-compliance* com a instrução. Essa metodologia aproxima o trabalho científico de uma problemática real e proporciona, através dos casos apresentados, a aplicação das teorias jurídico e econômica na análise dos fatores que podem ter levado as companhias a descumprir com a instrução não divulgando as informações de remuneração, a reação dos acionistas ao *non-compliance* e as possíveis motivações das companhias para a mudança de posicionamento. Assim, ao final do presente trabalho foi possível auferir o que se

chamou de “a real motivação” das companhias analisadas para o *compliance* ou *non-compliance* com a instrução CVM nº. 480/ 2009.

2 METODOLOGIA

Para o presente trabalho e visando aliar teoria jurídica a prática profissional, buscou-se identificar os efeitos produzidos pela Instrução CVM nº. 480/2009 nas companhias listadas na BM&FBovespa para então compreender as possíveis razões para a tomada de decisão das companhias analisadas pelo cumprimento ou não com a Instrução.

Assim, a pesquisa desenvolvida partiu do caso concreto para, com o auxílio das teorias jurídicas e econômicas, chegar-se a conclusões propositivas. Tratando-se de metodologias de pesquisa, tem-se que a pesquisa profissional pode ser orientada pela resolução de problemas que conjuguem densidade jurídica e relevância prática. Problemas com densidade jurídica demonstram a inserção do objeto de pesquisa no campo do direito. Por outro lado, haverá relevância prática sempre que o resultado da pesquisa for útil a orientar os profissionais do direito. Neste sentido, a utilização de métodos empíricos para analisar contextos fáticos auxilia na construção de soluções jurídicas mais completas e conectadas com o mundo real.¹

Para se alcançar o objetivo do presente trabalho optou-se pela metodologia de pesquisa estudo de caso múltiplo², onde o objeto central do estudo não é o caso em si, mas as soluções ou ensinamentos que podem ser encontrados por seu intermédio. Mais do que buscar uma resposta única ao problema de pesquisa o que se pretendeu foi, através do estudo dos casos aliado a verificação das teorias econômicas e jurídicas, oferecer uma gama de fatores relevantes que podem elucidar as possíveis razões para a tomada de decisão das companhias analisadas para o *compliance* ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480.

¹ JUNIOR, Mario Engler Pinto. *Pesquisa jurídica no mestrado profissional*. São Paulo. p. 7-18. Disponível em: https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/arquivos/mario_engler_pinto_junior_pesquisa_juridica_no_mestrado_profissional_2a._versao_22_08_2016.pdf. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

² YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e método*. 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

2.1 ESTUDO DE CASO MÚLTIPLO

Para fins de desenvolvimento deste trabalho foi utilizada a metodologia de pesquisa de estudo de caso múltiplo³. A escolha da metodologia de pesquisa para o desenvolvimento do presente estudo muito se deve ao interesse aqui revelado de compreender fenômenos sociais complexos como a tomada de decisão das companhias pelo (des) cumprimento com a Instrução CVM nº. 480/ 2009.

O estudo de caso é preferido no exame de eventos contemporâneos nos quais os comportamentos relevantes não podem ser manipulados, e traz como fonte a observação direta dos eventos que estão sendo estudados e entrevistas das pessoas envolvidas nos eventos.⁴ O estudo de caso propicia uma visão bipartida, onde a primeira trata do escopo do estudo de caso e a segunda das suas características.

Quanto ao escopo, o estudo de caso trata-se de uma investigação empírica que se ocupa da verificação de um fenômeno contemporâneo (o caso) em profundidade e no seu contexto no mundo real. Para o presente trabalho foram analisados os casos de rejeição da proposta de remuneração das companhias PDG Realty S.A Empreendimentos e Participações e BR Malls Participações S.A, sua negativa em dar publicidade as informações de remuneração de executivos e a obrigação imposta pela CVM de divulgar estas informações.

Já no que se refere as características, a investigação do estudo de caso encontra uma situação na qual existem muito mais variáveis de interesses do que pontos de dados e por isso conta com múltiplas fontes de evidenciação.

No presente trabalho, a fim de orientar a coleta e análise dos dados advindos do estudo dos casos, o caminho percorrido pelo estudo proposto perpassou pela verificação da Teoria Jurídica na qual se abordou o direito constitucional a privacidade e intimidade, bem como pela Teoria de Agência com foco no estudo da assimetria de informações e expropriação de minoritários. Ao final do trabalho, e através da metodologia de pesquisa proposta, foi possível auferir questões teóricas e práticas na resposta ao problema de pesquisa formulado.

³ YIN, Robert K. Estudo de caso: planejamento e método. 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

⁴ Ibid., p. 12–13.

2.2 MÉTODO DE ABORDAGEM: ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Para este trabalho, utilizou-se a ideia de Análise Econômica do Direito de Bruno Meyerhof Salama⁵, na qual a Economia pode ser aproveitada para prever as consequências das diversas regras jurídicas. Neste sentido, a análise econômica procura identificar os prováveis efeitos das regras jurídicas sobre o comportamento dos atores sociais relevantes em cada caso. Para tanto, a análise realizada retira as consequências do fenômeno jurídico da periferia, trazendo-as para o centro do debate. Busca-se, com isso, modelar o comportamento humano de modo que seja possível ao profissional do Direito entender os prováveis efeitos que advirão como consequências das diferentes posturas legais.

A metodologia da análise econômica do direito defende a utilidade da distinção entre o que é (análise positiva) e o que deveria ser (análise normativa). A primeira se refere ao mundo dos fatos, está intimamente relacionada a um critério de verdade e pode ser verificada segundo métodos científicos.

A análise normativa, por sua vez, aproxima-se mais do mundo dos valores, o qual não pode ser investigado empiricamente, não se configurando, portanto em um método científico.⁶

Na lição de Ivo Gico Junior a abordagem da análise econômica do direito objetiva, através da utilização das mais diversas ferramentas, tanto teóricas quanto empíricas econômicas, aperfeiçoar a análise dos efeitos das normas jurídicas, especialmente no que se refere as suas consequências.⁷

⁵ SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é Pesquisa em Direito e Economia? *Cadernos Direito GV*, vol. 5, n. 2, p. 14, mar. 2008. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2811/caderno%2520direito%252022.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁶ GICO JUNIOR, Ivo. Introdução ao Direito e Economia. In: Timm, Luciano Benetti (Org.). *Direito e economia no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p.15.

⁷ *Ibid.* p. 1.

3 EVIDENCIAÇÃO E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Com a promulgação da Lei 12.527/2011, a chamada Lei da Transparência, regulou-se o direito fundamental de acesso a informação. Esta Lei destina-se a assegurar o acesso a informações de interesse público. Tratando-se de Companhias abertas que se capitalizam através da chamada “poupança popular”, tem-se por analogia que, assim como regrado na Lei 12.257/2011, a esta atividade também deveria ser assegurado o direito à informação por igual fundamento.

Com a evolução dos mercados e a segregação entre propriedade e controle empresarial surgiram os problemas de agência. Em vista deste problema foi necessário se pensar em mecanismos que garantissem a administrabilidade das companhias ainda que se tratassem de companhias com alta dispersão acionária.

Neste sentido a Governança Corporativa surge com a proposta de ser um sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as relações entre sócios, conselheiros de administração, diretoria estatutária, além de órgãos de fiscalização e demais partes interessadas.⁸ A Governança Corporativa é sustentada por 4 pilares básicos⁹: a transparência, a equidade, a prestação de contas e, por fim a responsabilidade corporativa. A evidenciação está diretamente ligada ao princípio da transparência e aparece em diversos textos como princípio do *full disclosure*.

O *Disclosure* de informações por sua vez subdivide-se em voluntário e obrigatório. O *disclosure* será voluntário sempre que a companhia disponibilizar as partes interessadas mais informações do que aquelas exigidas em Leis ou Regulamentos. No *disclosure* voluntário a tomada de decisão sobre as informações a serem prestadas pela Companhia passarão pelo filtro da relevância, adequação e acessibilidade da informação prestada. Por outro lado, o *disclosure* será considerado obrigatório sempre que as informações prestadas pelas companhias decorrerem de disposição de Lei ou Regulamento.

Ao promulgar a Instrução CVM nº. 480 a Comissão de Valores Mobiliários impõe as Companhias listadas o *disclosure* obrigatório de informações de remuneração de executivos. Esta situação além de aproximar a bolsa de valores

⁸ IBGC. *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁹ Ibid.

brasileira do padrão internacional, tornando o mercado brasileiro mais atrativo ao investidor estrangeiro, atende ainda a um antigo anseio dos acionistas de companhias listadas.

O anseio dos acionistas por maior transparência de informações de companhias listadas em bolsa de valores, e sobretudo informações de remuneração de executivos se justifica por duas razões bastante simples: “a primeira é que você capta poupança do público e precisa saber o que se faz com o dinheiro. A segunda é que a remuneração é o principal mecanismo de incentivo para os administradores”.¹⁰ É através da remuneração que as Companhias alinham os interesses dos gestores com os da companhia, fazendo com que os primeiros envidem esforços em alcançar as metas traçadas pela companhia como prioritárias, e a governança corporativa, por sua vez, tem papel fundamental na determinação da política de remuneração dos executivos.

Segundo dados da pesquisa sobre remuneração de executivos realizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC vem crescendo o número de empresas que, protegidas pelas decisões favoráveis na ação movida pelo IBEF/ RJ, descumprem com a instrução CVM nº. 480:

O acompanhamento do percentual de empresas que se apoiaram na liminar do IBEF para a não divulgação das informações do item 13.11 do FR, referentes ao período de 2010 a 2013, aponta que houve uma redução da adesão das empresas a esta liminar comparando-se os dados referentes a 2010 e a 2011. Depois disso, observa-se uma tendência de crescimento da adesão das empresas ao uso da liminar.¹¹

Situações como esta ressaltam a importância do trabalho realizado pelos órgãos reguladores no sentido de ampliação dos níveis de informações prestadas pelas companhias. Na sequência será analisada a regulação de remuneração de executivos pela SEC e CVM.

¹⁰ DURÃO, Mariana. Consultorias pressionam empresas a divulgar remuneração de executivos. *O Estado de São Paulo*, mar. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,consultorias-pressionam-empresas-a-divulgar-remuneracao-de-executivos-imp-,1655187>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Remuneração dos administradores*. 5. ed. São Paulo, 2015. p. 8. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Remuneracao_2015_5edicao.PDF>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

3.1 REGRA GERAL DE EVIDENCIAÇÃO PELA *SECURITY EXCHANGE COMMISSION* (SEC)

O padrão de Governança Corporativa dos EUA foi consideravelmente ampliado a partir do ano 2000. A mudança promovida na legislação americana que ampliou o padrão de Governança Corporativa foi fortemente motivada por escândalos corporativos, como os casos *Enron* e *Worldcom* deflagrados no período de 2000 a 2005. Fraudes como as que aconteceram nos EUA neste período expuseram a fragilidade do Mercado Financeiro americano e a ineficácia dos controles internos e externos. Além disso, foram também responsáveis pela destruição do valor das companhias e pelo abalo da confiança do investidor.

No âmbito da *Security Exchange Commission* (SEC) foi aprovada a compulsoriedade de divulgar informações sobre remuneração e programas de incentivos de modo individualizado para os principais executivos. Países como a França e os Estados Unidos, por exemplo, exigem que as informações de remuneração dos administradores sejam prestadas desta maneira.

Normas específicas de divulgação sobre a remuneração do executivo nos Estados Unidos da América vigoram desde 1938, por meio do Ato Executivo nº 34-1823, de 11 de agosto de 1938, da *United States Securities and Exchange Commission* (SEC). Atualizações dessa regulamentação ocorreram em 1942, 1952 e 1978, sendo a versão mais recente de 1983. Essa versão considera a evidenciação mais completa da política de remuneração do executivo, pois inclui a remuneração em dinheiro. Nos EUA a evidenciação é compulsória para empresas com ações negociadas em bolsas de valores desse país.¹²

Nos Estados Unidos, o texto aprovado teve a seguinte redação:

Comissão de Valores Mobiliários – Regulamento S – K (item 402)
Remuneração de executivos.

(a) Geral – (1) Tratamento de emitentes privados estrangeiros. Considera-se que um emitente privado estrangeiro cumpre este Item se fornecer as informações exigidas nos itens 6.B e 6.E.2 do Formulário 20-F (17 CFR 249.220f), com informações mais detalhadas fornecidas se de outra forma tornadas públicas ou obrigadas a serem divulgadas pela

¹² MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, v. 31, n. 92, p. 4-24, mai./ago. 2015. p. 8. Disponível em: <<http://repositorio.furg.br/bitstream/handle/1/5391/2088-10761-1-PB.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

jurisdição de origem do emitente ou por um mercado no qual seus valores mobiliários estão listados ou negociados.

(b) (2) Todas as remunerações cobertas. Este item requer uma divulgação clara, concisa e compreensível de todas as remunerações planejadas e não planejadas concedidas a, recebidas ou pagas aos diretores designados de acordo com o parágrafo (a) (3) deste Item e diretores abrangidos pelo parágrafo (k) deste Item, por qualquer pessoa para todos os serviços prestados em todas as capacidades ao registrante e suas subsidiárias, a menos que seja especificamente excluído da divulgação neste Item. Toda essa remuneração deve ser relatada de acordo com este Item, mesmo que também seja exigida por outro requisito, incluindo transações entre o registrante e um terceiro, onde a finalidade da transação é fornecer remuneração a qualquer executivo ou diretor nomeado. Nenhum montante relatado como remuneração para um exercício fiscal deve ser relatado da mesma forma que a remuneração para um exercício fiscal subsequente; Os valores reportados como remuneração para um exercício fiscal podem ser obrigados a ser relatados de maneira diferente de acordo com este Item.

(c) (3) Pessoas abrangidas. A divulgação deve ser feita de acordo com este Item para cada um dos seguintes (os "diretores executivos nomeados"):

(d) (I) Todas as pessoas físicas que atuam como diretor executivo principal do registrante ou que atuam em uma capacidade similar durante o último ano fiscal completo ("PEO"), independentemente do nível de remuneração;

(e) (II) Todas as pessoas físicas que atuam como principal diretor financeiro do registrante ou que atuam em uma capacidade similar durante o último ano fiscal completo ("PFO"), independentemente do nível de remuneração;

(f) (III) os três diretores executivos mais altamente compensados do registrante, exceto o PEO e o PFO que estavam servindo como executivos no final do último ano fiscal completo; e

(g) (IV) Até duas pessoas adicionais para as quais a divulgação teria sido fornecida de acordo com o parágrafo (a) (3) (III) deste Item, mas para o fato de que o indivíduo não atuava como um executivo do registrante no final do último exercício fiscal completo.¹³ (tradução da autora).

¹³ Versão original: Security Exchange Commission – Regulation S - K: (Item 402) Executive compensation. (a) General - (1) Treatment of foreign private issuers. A foreign private issuer will be deemed to comply with this Item if it provides the information required by Items 6.B and 6.E.2 of Form 20-F (17 CFR 249.220f), with more detailed information provided if otherwise made publicly available or required to be disclosed by the issuer's home jurisdiction or a market in which its securities are listed or traded. (2) All compensation covered. This Item requires clear, concise and understandable disclosure of all plan and non-plan compensation awarded to, earned by, or paid to the named executive officers designated under paragraph (a) (3) of this Item, and directors covered by paragraph (k) of this Item, by any person for all services rendered in all capacities to the registrant and its subsidiaries, unless otherwise specifically excluded from disclosure in this Item. All such compensation shall be reported pursuant to this Item, even if also called for by another requirement, including transactions between the registrant and a third party where a purpose of the transaction is to furnish compensation to any such named executive officer or director. No amount reported as compensation for one fiscal year need be reported in the same manner as compensation for a subsequent fiscal year; amounts reported as compensation for one fiscal year may be required to be reported in a different manner pursuant to this Item. (3) Persons covered. Disclosure shall be provided pursuant to this Item for each of the following (the "named executive officers"): (i) All individuals serving as the registrant's principal executive officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year ("PEO"), regardless of compensation level; (ii) All individuals serving as the registrant's principal financial officer or acting in a similar capacity during the last completed fiscal year ("PFO"), regardless of compensation level; (iii) The registrant's three most highly compensated executive officers other than the PEO and PFO who were serving as executive officers at the end of the last completed fiscal year; and (iv) Up to two additional individuals for whom disclosure would have

A reforma pela qual passou a Governança Corporativa nos EUA foi alvo de reiterados debates em Fóruns Internacionais dos quais o Brasil fez parte. Como consequência destes debates e da pressão internacional por maior transparência de informações de companhias abertas, o Brasil assumiu o compromisso internacional de ampliar a Governança Corporativa para as companhias listadas na Bolsa de Valores brasileira. Deste modo e inspirados na ampliação da Governança Corporativa nos EUA, seguindo uma tendência mundial decorrente também da migração dos padrões contábeis brasileiros para as normas contábeis internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board – IASB*, em 2009 a CVM editou a Instrução nº 480 que substituiria a Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993, e ampliava substancialmente a Governança Corporativa para as companhias listadas na BM&FBovespa.

3.2 INSTRUÇÃO CVM Nº. 480/ 2009

No Brasil, a proposta inicialmente apresentada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM no edital de audiência pública nº 07/08 manifestava a intenção de regular a divulgação de remuneração de executivos da seguinte forma: para a categoria capital/ bolsa, informações individualizadas e, para a categoria capital/ balcão, informações consolidadas por órgão.¹⁴

Após a discussão da proposta de divulgação da remuneração de executivos em audiência pública e do recebimento dos comentários e sugestões, a CVM abriu mão da divulgação individualizada de informações de remuneração para a categoria capital/ bolsa. No subitem 13.11 do anexo 27 da revisão final de minuta de instrução (Conteúdo do Formulário de Referência) constou que as informações sobre remuneração de executivos deveriam ser divulgadas em forma de tabela, indicando para o Conselho de Administração, à Diretoria e o Conselho Fiscal, com relação aos

been provided pursuant to paragraph (a)(3)(iii) of this Item but for the fact that the individual was not serving as an executive officer of the registrant at the end of the last completed fiscal year. EUA. Estados Unidos da América. Security Exchange Commission – Regulation S-K: (Item 402) Executive compensation. Disponível em: <https://ecfr.io/Title-17/sp17.3.229.229_1400#se17.3.229_1402>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁴ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de audiência pública nº 07/08*. p. 22. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

3 últimos exercícios sociais, o valor da maior remuneração individual, da menor remuneração individual e o valor médio de remuneração individual.¹⁵

O novo regulamento com relação a divulgação de remuneração de executivos ampliava significativamente a transparência de informações, mas frustrava a pretensão inicial da CVM de maior aproximação ao Padrão Internacional de Governança Corporativa. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) esteve presente na audiência pública nº 07/08 realizada para a discussão da minuta de Instrução que estabeleceu as regras de registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados.

Naquela oportunidade os presentes foram questionados pela CVM sobre a opinião do mercado quanto a conveniência e necessidade de se exigir que a informação sobre remuneração de administradores fosse prestada de maneira individualizada (por administrador) ou por órgão da administração.¹⁶ Sobre este questionamento o IBGC e mais 23 participantes manifestaram-se contra a divulgação da remuneração dos administradores de forma individualizada, e de acordo com a divulgação da remuneração por órgão da administração.¹⁷ Entretanto, pode-se observar do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC que, atualmente, a entidade recomenda a divulgação de forma individualizada da remuneração anual dos Conselheiros de Administração, ou alternativamente a indicação da remuneração máxima, mínima e média:

A remuneração anual dos conselheiros deve ser divulgada individualmente. Caso não o seja, deve ser divulgada agregada por órgão social ou comitê com indicação da remuneração máxima, mínima e da média recebida pelos membros do órgão social. Ambas as formas de divulgação devem destacar, separadamente, a remuneração recebida pelos conselheiros que sejam sócios controladores ou por pessoas a eles vinculadas, bem como devem discriminar todo tipo de remuneração e benefícios.¹⁸

¹⁵ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Revisão final de minuta de instrução. Edital de Audiência Pública nº 7, de 2008.* p. 35. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁶ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008.* p. 50. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁷ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008.* p. 50–51. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁸ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa.* 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 55. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Recomendação semelhante é feita pelo IBGC também com relação a divulgação de informações de remuneração da Diretoria e do Conselho Fiscal. Em recente audiência pública promovida pela BM&FBovespa, o IBGC manifestou-se favorável a mudança proposta pela entidade no sentido da compulsoriedade de divulgação da remuneração máxima, média e mínima dos administradores das Companhias listadas nos Segmentos Especiais.¹⁹ Referida audiência foi realizada visando a discussão de alteração nas regras dos Segmentos Especiais, com o intuito de manter este segmento alinhado as práticas adicionais de governança corporativa e aos padrões reconhecidos internacionalmente.²⁰

Depois de inúmeras discussões e debates sobre o tema, em reunião realizada em 18 de novembro de 2009 a Presidente da Comissão de Valores Mobiliários – CVM aprovou a Instrução CVM nº 480 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15 e 569/15. Nos termos do artigo 63 da Instrução CVM nº. 480 este novo regramento entraria em vigor em 1º de janeiro de 2010.

Assim, e com fulcro no artigo 24 da Instrução aprovada, as Companhias estariam obrigadas a divulgar o valor da maior remuneração individual, da menor remuneração individual e o valor médio de remuneração individual, com relação aos 3 últimos exercícios sociais, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

¹⁹ BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Comentários do IBGC para Audiência Pública da Proposta de Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem* – Novo Mercado e Nível 2 - BM&FBovespa. p. 6. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

²⁰ BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Edital de audiência Pública. Evolução dos segmentos especiais*. p. 1–2. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

4 JUDICIALIZAÇÃO DA EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO ÂMBITO BRASILEIRO

Em 02 de março de 2010, antes do advento do prazo concedido pela CVM para a entrega do Formulário de Referência com as informações sobre remuneração de executivos, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF Rio de Janeiro ajuizou uma ação ordinária com pedido de tutela antecipada contra a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A ação movida pelo IBEF/ RJ abrangeu 48 companhias abertas e requereu, a concessão de tutela no sentido de:

[...] sustar provisoriamente a eficácia do subitem 13.11, do Anexo 24 da Instrução CVM 480, em relação aos associados do IBEF (e, conseqüentemente, sociedades a que eles estejam vinculados), até o julgamento final desta ação, quando a tutela será confirmada, ficando a ré proibida de aplicar quaisquer sanções as companhias emissoras de valores mobiliários das quais façam parte os administradores filiados ao IBEF, indicados na lista anexa (doc 12).²¹

Em juízo de cognição sumária datado de 02 de março de 2010, mesma data do ajuizamento da ação ordinária, o Magistrado da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro deferiu a liminar postulada, determinando:

[...] a suspensão da eficácia do subitem 13.11, do Anexo 24, da Instrução CVM nº. 480, em relação aos associados do IBEF, e, por consequência, às sociedades as quais estejam vinculados, vedada a aplicação de qualquer sanção aos associados ou às sociedades às quais pertençam, até ulterior decisão deste Juízo.²²

Com o deferimento da liminar 48 Companhias abertas deixaram de apresentar os dados de Remuneração dos seus executivos. Estas Companhias são de alta influência financeira no mercado de ações, representando 40,8% do IBOVESPA, principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo.²³

²¹ BRASIL. Tribunal Regional Federal (1. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Ação Ordinária com pedido de tutela antecipada nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. p. 35.

²² BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Decisão da liminar – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. p. 328.

²³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Agravo Regimental em Suspensão de Liminar e Sentença nº. 1.210*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha. p. 999 e 1.031.

Da decisão que deferiu a medida liminar determinando a suspensão da eficácia do subitem 13.11 do anexo 24 da Instrução CVM nº 480 e desobrigou as companhias ou membros associados ao IBEF/ RJ de divulgar as informações de remuneração de executivos nos parâmetros estabelecidos na Instrução, a CVM interpôs recurso de agravo de instrumento perante o Tribunal Regional Federal da 2ª região – TRF2, datado de 11 de março de 2010. Em resumo, a pretensão da CVM com a interposição do presente recurso de agravo de instrumento era:

[...] o integral provimento do presente recurso, inclusive com a ora necessária e urgente atribuição de efeito suspensivo, cassando-se, desde logo, a liminar anteriormente deferida, para o fim de restabelecer plenamente os efeitos do subitem 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/09, evitando-se, assim, que sejam causados novos e graves prejuízos principalmente à credibilidade, a transparência e a confiabilidade do mercado de valores mobiliários e, por extensão, ao universo de potenciais investidores/poupadores populares de tal mercado, que legitimamente esperam uma atuação célere e eficiente desta Autarquia na plena efetivação do princípio central da regulação do mercado de capitais (*full and fair disclosure*) e, em última análise, na necessária proteção a poupança popular, conforme consagrado, precipuamente, no art. 192 da Constituição Federal.²⁴

Em 18 de março de 2010 o TRF2 apreciou o recurso de agravo de instrumento indeferindo a tutela pretendida com vistas a resguardar a prestabilidade da discussão jurídica que se pretendia travar, visto que a concessão da tutela pretendida pela CVM acarretaria o perecimento do alegado direito de não proceder a referida divulgação no formato proposto pela CVM.²⁵ Em 25 de março de 2010 a CVM interpôs Pedido de Suspensão de Liminar e Sentença perante o Superior Tribunal de Justiça postulando em síntese:

A imediata suspensão da tutela antecipada (liminar) ora enfocada, a fim, precipuamente, de se evitar a continuidade e o aprofundamento da grave e irreversível lesão à ordem pública/ econômica acima exaustivamente demonstrada e de se preservar o interesse público, sustando-se de imediato, para tanto, a r decisão da lavro do MM. Dr. Juiz Fedra da 5ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro - RJ, como medida única de

²⁴ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de agravo de instrumento nº. 0002742-54.2010.4.02.0000*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Rio de Janeiro, 08 de julho de 2010. Relator: Juiz Convocado Marcelo Pereira. p. 61.

²⁵ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de agravo de instrumento nº. 0002742-54.2010.4.02.0000*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Rio de Janeiro, 08 de julho de 2010. Relator: Juiz Convocado Marcelo Pereira. p. 577.

manutenção e garantia do direito, da Justiça e dos superiores valores que embasam pedidos da espécie do presente.²⁶

O pedido formulado pela Comissão de Valores Mobiliários foi indeferido pelo Presidente do STJ à época, Ministro Cesar Asfor Rocha, em decisão datada de 13 de abril de 2010. Por oportuno, transcreve-se trecho da decisão do Ministro Cesar Asfor que entendeu que a CVM:

[...] não demonstra que a ausência de divulgação imediata do "valor da maior remuneração individual", do "valor da menor remuneração individual" e do "valor médio de remuneração individual" (fl. 809) possa causar grave, iminente e irreparável lesão à ordem, à economia e ao interesse públicos, o que torna inviável a utilização da suspensão de liminar e de sentença. Com isso não vejo porque não se possa aguardar o julgamento do feito na instância própria, à luz da legislação pertinente, momento em que poderá o Judiciário reapreciar a liminar aqui atacada e reformá-la, se necessário.²⁷

Em 26 de abril de 2010 a CVM interpôs recurso de Agravo Regimental desta decisão, requerendo que os autos fossem encaminhados a Corte Especial do STJ a fim de que fosse sustada a decisão da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Paralelamente, analisando o mérito do recurso de agravo de instrumento interposto pela CVM perante o TRF 2ª região, a 8ª Turma Especializada, à unanimidade, deu provimento ao recurso interposto pela CVM, revogando a medida liminar deferida nos termos do voto do Relator. O recurso foi julgado na sessão do dia 08 de julho de 2010 e o Relator encaminhou voto no sentido de que:

[...] os argumentos expostos pela autora, ora agravada, possuem sua legitimidade, todavia, os aspectos e valores locais apontados não merecem se sobrepor às boas práticas de governança corporativa que vem sendo aprimoradas para o desenvolvimento do mercado brasileiro e que, certamente, ainda serão aperfeiçoadas. Assim, os ajustes necessários virão como decorrência lógica da busca da melhor adequação das regras que estão sendo implementadas. [...] não se revela plausível permitir que eventuais diferenças culturais justifiquem a falta de transparência. [...] Além do mais, não há como desconsiderar o fato de que a referida Instrução foi objeto de ampla discussão em audiências públicas, durante mais de nove meses, como se pode aferir dos documentos de fls. 62/201, nas quais não há indicação de participação da parte agravada, de modo que é risco apontado na exordial da ação de procedimento ordinário, quanto ao cumprimento da determinação ora impugnada, decorre da própria inércia da parte agravada.²⁸

²⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Suspensão de Liminar e Sentença nº.1.210*. Requerente: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Requerido: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha. p. 1.188 – 1.189.

²⁷ *Ibid.*, p. 1.223.

²⁸ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de agravo de instrumento nº. 0002742-54.2010.4.02.0000*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Agravado: Instituto Brasileiro

Em 26 de agosto de 2010 a CVM manifestou-se nos autos do Pedido de Suspensão de Liminar e Sentença informando a perda do objeto do pedido de suspensão tendo em vista que o TRF da 2ª região havia reformado a decisão monocrática do Relator ao julgar o mérito do agravo de instrumento e revogar a liminar. Da decisão que deu provimento ao recurso de agravo de instrumento, o IBEF/ RJ opôs Embargos de Declaração alegando o erro de fato da premissa na qual se fundou o acórdão. Em julgamento datado de 28 de setembro de 2010 os embargos de declaração foram conhecidos, mas tiveram negado o provimento.²⁹

Do acórdão que proveu por unanimidade o recurso de agravo de instrumento interposto pela CVM, em 05 de outubro de 2010, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ interpôs Recurso Especial. Em síntese o pedido do referido Recurso era o seguinte:

(a) reconhecer a violação aos arts. 173, § 30, e 526, parágrafo único, do CPC, anulando-se o acórdão proferido no agravo de instrumento interposto pela ora recorrida perante o Tribunal *a quo*, por não ter a CVM observado o art. 526 do CPC; ou (b) diante das violações aos arts. 152 e 157, e respectivos parágrafos, da lei das S.A., reformar o v. acórdão recorrido, e reconhecendo-se, em obediência aos referidos dispositivos, a impossibilidade de se exigir a divulgação da remuneração dos administradores das sociedades emissoras de valores mobiliários em hipóteses e sob condições distintas daquelas tratadas nas normas em questão.³⁰

Concomitantemente a interposição do Recurso Especial supracitado, o IBEF/ RJ promoveu também a interposição de Recurso Extraordinário com vistas a reforma da mesma decisão que em sede de recurso de agravo de instrumento deu provimento ao recurso e revogou a liminar deferida. Em 07 de outubro de 2010 o IBEF/ RJ ajuizou Medida Cautelar perante o STJ postulando a concessão de efeito Suspensivo ao Recurso Especial interposto perante o TRF da 2ª região.

Na mesma data, o Relator da Medida Cautelar Ministro Castro Meira, em julgamento monocrático, deferiu a liminar requerida pelo IBEF/ RJ para acautelar o julgamento do recurso especial interposto, restabelecendo os efeitos da decisão

de Executivos de Finanças/ RJ. Rio de Janeiro, 08 de julho de 2010. Relator: Juiz Convocado Marcelo Pereira. p. 1.265

²⁹ Ibid., p. 1.327.

³⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial n.º 1.417.609/RJ*. Recorrente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Recorrido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Brasília, 25 de maio de 2015. Relator: Ministro Og Fernandes. p. 1.188.

proferida pelo Juízo de 1º grau (as Companhias novamente estariam dispensadas da divulgação de remuneração nos termos propostos pela CVM).³¹

Em decisão de 06 de março de 2013, o Vice-Presidente do TRF da 2ª região admitiu os Recursos Especial e Extraordinário interpostos pelo IBEF/RJ. Entretanto, antes da apreciação do Recurso Especial pelo STJ sobreveio sentença de mérito pelo juízo de 1º grau, restando prejudicado o Recurso Especial. Em decisão de 17 de maio de 2013 o Juiz titular da 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro sentenciou a ação ordinária com pedido de tutela antecipada movida pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ contra a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Transcreve-se o dispositivo da sentença:

Isto posto, RATIFICO A LIMINAR CONCEDIDA, tornando definitivos os seus efeitos e JULGO PROCEDENTE O PEDIDO, DETERMINANDO que a Ré se abstenha de implementar a exigência contida no subitem 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM 480, bem como, de aplicar qualquer penalidade relacionada ao descumprimento da referida exigência, aos associados do IBEF e às sociedades às quais estejam vinculados.³²

Desta sentença foi interposto recurso de apelação pela CVM em 26 de agosto de 2013. Em 19 de maio 2015 o recurso de apelação foi autuado pelo TRF da 2ª região e em 29 de maio de 2015 foi remetido para a 8ª Turma Especializada. Em razão do julgamento da ação ordinária foi negado seguimento ao recurso especial interposto pelo IBEF/ RJ nos autos do agravo de instrumento, em face da perda do objeto, decisão datada de 25 de maio de 2015.

Em 10 de agosto de 2015 o recurso de apelação da CVM foi remetido ao Gabinete do Desembargador para conclusão.³³ Desde então o recurso de apelação interposto pela CVM não teve mais nenhum movimento, estando inclusive indisponível para eventual consulta aos autos ou retirada para cópias. Em 21 de setembro de 2015 a Relatora do Recurso Extraordinário Ministra Cármen Lúcia, em julgamento singular, negou seguimento ao recurso extraordinário por aplicação da

³¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Medida Cautelar nº. 17350/RJ*. Requerente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Requerido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Brasília. Relator: Ministro Castro Meira. p. 4.

³² BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Sentença – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Juiz Federal: Firly Nascimento Filho. Rio de Janeiro, 17 de maio de 2013. p. 60.

³³ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de Apelação nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Apelante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Apelado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Relator: Desembargador Guilherme Diefenthaler.

Súmula nº. 735 do Supremo Tribunal Federal: “Não cabe recurso extraordinário contra acórdão que defere medida liminar”.³⁴

Em 07 de abril de 2016 a medida cautelar foi julgada prejudicada ante a perda do objeto do Recurso Especial interposto pelo IBEF/ RJ. Por fim, de toda a cronologia exposta, tem-se que houve um período em que mesmo as companhias abrangidas pela liminar concedida ao IBEF/ RJ, suspendendo a exigibilidade da divulgação da remuneração, estiveram obrigadas a divulgar as informações de remuneração nos termos da Instrução CVM nº. 480/ 2009.

Entretanto, este período durou apenas cerca de 3 (três) meses, de 08 de julho de 2010 até 07 de outubro do mesmo ano, o que na prática não coincidiu com o período de entrega do Formulário de Referência, documento no qual as companhias estão obrigadas a divulgar estas informações.

Dentre os argumentos citados pelas Companhias representadas pelo IBEF/ RJ para a não divulgação de remuneração de executivos, nos termos da Instrução CVM nº. 480 estão³⁵:

- A violação as garantias constitucionais da proteção à intimidade, à privacidade e ao sigilo de dados;
- Coloca em risco a segurança dos executivos e de suas famílias face as taxas de criminalidade nos grandes centros urbanos;
- Afronta uma questão cultural, pois no entendimento das Companhias o brasileiro não divulga quanto ganha nem para os seus amigos mais íntimos.

Partes relacionadas e contrários a divulgação da remuneração de forma individualizada alegam que os benefícios esperados não compensam os custos incorridos com a divulgação. Para esses participantes, existem alternativas menos

³⁴ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *Recurso Extraordinário nº 902.752 RJ*. Recorrente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Recorrido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Brasília. Relatora: Ministra Carmen Lúcia. p. 4. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoPeca.asp?id=307840799&tipoApp=.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

³⁵ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Ação Ordinária com pedido de tutela antecipada nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. p. 19.

onerosas que obteriam os mesmos resultados pretendidos pela norma.³⁶ Há ainda participantes que argumentam que a divulgação não é necessária tendo em vista que:

[...] ao contrário dos países onde a divulgação é feita de forma individualizada, os valores pagos aos administradores não são uma fonte de preocupação para os acionistas no Brasil, uma vez que não há no mercado brasileiro a percepção de que as Companhias nacionais conferem aos administradores remuneração excessivamente elevada, em detrimento do interesse dos acionistas.³⁷

E por fim, há ainda participantes que referem que se teria uma instabilidade nas políticas de recursos humanos das companhias abertas, pois todos teriam acesso a informações de quanto é pago aos administradores das companhias e assim poderiam aliciar seus executivos.³⁸

Da admissão destes argumentos pelo Judiciário, há manifestação no sentido de que há afronta indevida ao direito à privacidade dos administradores das empresas de capital aberto, em descompasso com a proteção constitucional. Em um país com imensas desigualdades sociais e com um alto índice de violência, dados financeiros, revelados pela internet, constituem meio de informação que põem em risco não somente os executivos, mas também os seus familiares. Para o Judiciário o argumento de que isso ocorre em outros lugares não justifica a importação, automática, de normas sem a necessária adequação.³⁹

A CVM, por sua vez, justifica que a intenção regulatória sobre a divulgação da remuneração foi amplamente divulgada e discutida com os participantes do mercado. Que a divulgação das informações de remuneração eleva o nível de transparência das informações fornecidas aos investidores e se aproxima do patamar mínimo exigido em âmbito internacional.⁴⁰

³⁶ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008*. p. 51. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

³⁷ *Ibid.*, p. 51.

³⁸ *Ibid.*, p. 51– 52.

³⁹ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Sentença – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Juiz Federal: Firly Nascimento Filho. Rio de Janeiro, 17 de maio de 2013. p.7.

⁴⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Suspensão de Liminar e Sentença nº. 1.210*. Requerente: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Requerido: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha. p. 10.

A liminar impede a fiscalização pelos acionistas da dinâmica de incentivos fornecida aos executivos. A recusa de divulgação de remuneração nos termos da Instrução coloca o Brasil numa posição atrasada no mercado de capitais internacional. Países como França, Estados Unidos, Portugal, Alemanha, Espanha, Canadá, México, Reino Unido, Israel e África do Sul já exigem que as informações de remuneração sejam prestadas, inclusive individualmente, para os principais executivos.⁴¹

Esta medida torna o mercado brasileiro menos transparente e atrativo ao investidor internacional. A falta de fiscalização quanto aos dados de remuneração pode estimular a adoção de riscos excessivos como na crise de 2008. Além disso, a cláusula de *disclosure* é parte de um compromisso internacional assumido pelo Brasil nas reuniões do G20 e perante a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO). Deste modo a não divulgação das remunerações nos termos da Instrução coloca em cheque a credibilidade do Brasil perante a comunidade Internacional.⁴²

Para as partes relacionadas a favor da divulgação de informações de remuneração, essa forma de divulgação é a única que fornece, efetivamente, todas as informações relevantes, de forma completa e precisa, permitindo a análise adequada da política de remuneração adotada pelo emissor. Permite ainda identificar a relação entre o custo incorrido com a remuneração e o desempenho dos administradores.⁴³

Estes participantes defendem que a questão com relação ao aumento dos riscos de segurança não deve ser supervalorizada, uma vez que os executivos das companhias já estão expostos tendo em vista que sua renda pode ser, em muitos casos, estimada com base em sinais exteriores de riqueza. Quanto à questão cultural, padrões culturais não são imutáveis e aqueles que já não atendem aos anseios da coletividade devem ser superados, sob pena de estagnação da sociedade.⁴⁴

⁴¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Suspensão de Liminar e Sentença nº. 1.210*. Requerente: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Requerido: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha. p. 10.

⁴² *Ibid.*, p.10.

⁴³ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008*. p. 54. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁴⁴ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008*. p. 54–55. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorio.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Quanto a estes argumentos o Judiciário brasileiro também se manifestou no sentido de que o direito à privacidade dos administradores não pode se sobrepor ao interesse público inerente ao desenvolvimento do mercado de valores brasileiro. É importante que se mantenha a credibilidade brasileira dentro do mercado de capitais. A determinação da CVM encontra-se totalmente amparada no princípio do *full disclosure* de modo que não é possível vislumbrar de forma efetiva qualquer violação aos princípios da privacidade e intimidade. Além disso, busca o alinhamento do ordenamento jurídico brasileiro as regras internacionais sobre obrigatoriedade de divulgação de remuneração de executivos.⁴⁵ E mais, não se pode dizer que a CVM apenas importou a legislação estrangeira, uma vez que:

[...] a referida Instrução foi objeto de ampla discussão em audiências públicas, durante mais de nove meses, como se pode aferir dos documentos de fls. 62/201, nas quais não há indicação de participação da parte agravada, de modo que o risco apontado na exordial da ação de procedimento ordinário, quanto ao cumprimento da determinação ora impugnada, decorre da própria inércia da parte agravada.⁴⁶

Em se analisando a exposição de motivos da CVM quando da nova regulação, tem-se que dentre os objetivos da norma estavam: consolidar as regras de registro de emissor de valores mobiliários, melhorar a qualidade das informações periódicas prestadas pelos emissores e assegurar um padrão uniforme entre as informações regularmente prestadas pelos emissores de valores mobiliários e aquelas que são divulgadas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.⁴⁷

Esta Instrução fora elaborada a partir da adoção de um modelo de registro inspirado no que a *International Organization of Securities Commissions* - IOSCO chama de *shelf registration system*. Trata-se de um modelo no qual todas as informações referentes ao emissor, tais como, atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com

⁴⁵ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de agravo de instrumento nº. 0002742-54.2010.4.02.0000*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Rio de Janeiro, 08 de julho de 2010. Relator: Juiz Convocado Marcelo Pereira. p. 1.264.

⁴⁶ Ibid., p. 1.264 e 1.265.

⁴⁷ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de audiência pública nº. 07/08*. p. 2. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

partes relacionadas, são reunidas em um único documento, o qual será denominado Formulário de Referência.

A CVM acredita que este modelo é desejável e compatível com a realidade do mercado brasileiro.⁴⁸ Ademais, no tocante a remuneração de executivos, a CVM questionou publicamente sobre o nível adequado de transparência da remuneração dos administradores, visto que os níveis de divulgação estavam muito aquém do desejado. No entender da CVM:

[...] Alcançar os padrões internacionais de transparência, inclusive em relação à divulgação da remuneração dos administradores, é processo inexorável para qualquer país que deseje desenvolver um mercado de valores mobiliários robusto. [...] A nova redação da seção sobre remuneração do formulário de referência dá um passo muito significativo para o melhor entendimento das estratégias da política de remuneração e deixa claro o valor total da despesa, por órgão, que essa política representa. A CVM está certa de que este nível de transparência vai induzir o mercado a um debate sobre as políticas de remuneração, bem como suprir investidores com subsídios necessários para formularem questionamentos a emissores que adotem práticas menos sólidas que as desejáveis. Este debate será saudável e tende a melhorar as práticas de remuneração.⁴⁹

Por outro lado, o posicionamento adotado pelo Judiciário brasileiro quando da judicialização da questão atinente a remuneração de executivos parece percorrer um caminho paralelo ao da regulação pela CVM, com pouquíssimos pontos de interferência. No entender do magistrado de 1º grau que sentenciou a ação proposta pelo IBEF/ RJ, a norma criada pela CVM contém vício de adequação, porquanto a norma contida na Instrução colide com normas legais vigentes, vez que já existe Lei que trata desta matéria, a Lei 6.404/76.

Tratando sobre o tema da análise do Judiciário no tocante a compulsoriedade de divulgação das informações de remuneração de executivos, Viviane Muller Prado assevera ser possível identificar um padrão na análise judicial:

Apesar de ainda não haver decisão definitiva nesse caso, a demora da prestação jurisdicional final afeta o funcionamento do mercado. Não há dúvidas que o Poder Judiciário tem o potencial de participar da regulação do mercado, ainda que não o faça, com frequência, por falta de demanda.

⁴⁸ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de audiência pública nº. 07/08*. p. 4-5. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁴⁹ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008*. p. 57-59. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorio.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Quanto ao seu conteúdo, as decisões liminares acenam para um entendimento de que direitos individuais se sobrepõem à política de elevar o nível de informações ao mercado, especificamente sobre a divulgação da remuneração dos administradores de companhias abertas.⁵⁰

Nesse sentido, os dados sobre a atuação do Judiciário quando da judicialização, pelo IBEF/ RJ, da compulsoriedade de divulgação das informações de remuneração de executivos de Companhias listadas na BM&FBovespa inferem a importância desta pesquisa.

4.1 DIREITO CONSTITUCIONAL A PRIVACIDADE E INTIMIDADE

O principal argumento utilizado pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças - IBEF/ RJ para o ajuizamento da ação ordinária com pedido de tutela antecipada contra a Comissão de Valores Mobiliários – CVM fora o de que:

[...] o subitem 13.11 do anexo 24 fere de morte as valiosas garantias constitucionais da proteção à intimidade, à privacidade e ao sigilo de dados, além de instaurar uma terrível insegurança para os indivíduos filiados à entidade demandante.⁵¹

A entidade reconhece como louvável o propósito da Instrução emanada pela CVM no sentido de agregar transparência a gestão das companhias visando o desenvolvimento do mercado de capitais do país, entretanto entende que a mesma colide com a proteção a bens de maior envergadura constitucional como a proteção à privacidade e a intimidade da vida privada.⁵²

A ação movida pelo IBEF/RJ defende que ao obrigar as companhias a divulgarem as informações de remuneração de executivos na internet a Instrução CVM nº. 480 violaria o direito à privacidade e intimidade dos Executivos e assim colocaria em risco não só a segurança destes como a de suas famílias tendo em vista os altos índices de criminalidade no país.

⁵⁰ PRADO, Viviane Muller. Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito – UFPR*, Curitiba, vol. 61, n. 1, p. 263–264, jan./abr. 2016.

⁵¹ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Ação Ordinária com pedido de tutela antecipada nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. p. 04.

⁵² BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Ação Ordinária com pedido de tutela antecipada nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. p. 5.

Ao sentenciar a demanda o Magistrado entendeu que o sigilo de remuneração é corolário do direito a intimidade, com proteção no art. 5º, X da CF/88, e obrigar as Companhias listadas na BM&FBovespa a divulgar estes dados fere o direito constitucional a intimidade e privacidade de dados dos Executivos a elas vinculados. Nas suas razões de decidir o Magistrado ainda ressaltou que:

[...] os executivos não se confundem com agentes públicos, cujas remunerações podem ser levadas ao conhecimento da comunidade, uma vez que derivadas de verbas públicas, não lhes sendo aplicada, pois, a recente legislação sobre transparência que veio a gerar a divulgação dos vencimentos dos agentes e funcionários públicos.⁵³

A proteção ao direito à privacidade e intimidade foi conferida pela Constituição Federal de 1988, quando no Título II, elevou estes direitos ao status de Direitos Fundamentais. Em seu art. 5º, inciso X a CF/ 88 determina: são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação.⁵⁴ Tais direitos são considerados direitos de personalidade, e caracterizam-se por serem: direitos inatos (originários), absolutos, extrapatrimoniais, intransmissíveis, imprescritíveis e oponíveis *erga omnes*.⁵⁵

Excepciona-se da proteção a pessoa dotada de notoriedade e desde que no exercício de sua atividade, podendo ocorrer a revelação de fatos de interesse público, independentemente de sua anuência. Entende-se que, nesse caso, existe redução espontânea dos limites da privacidade (como ocorre com os políticos, atletas, artistas e outros que se mantêm em contato com o público com maior intensidade). Mas o limite da confidencialidade persiste preservado. Assim, sobre fatos íntimos, sobre a vida familiar, sobre a reserva no domicílio e na correspondência não é lícita a comunicação sem consulta ao interessado.⁵⁶

O direito à privacidade, segundo Paulo Gustavo Gonet Branco pode ser entendido como a rejeição do indivíduo a observação de terceiros, o apreço a que

⁵³ BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Sentença – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Juiz Federal: Firly Nascimento Filho. Rio de Janeiro, 17 de maio de 2013. p. 7.

⁵⁴ BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁵⁵ BITTAR, Carlos Alberto. *Os direitos da Personalidade*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 11.

⁵⁶ *Ibid.*, p. 112.

seus assuntos, informações pessoais, e características particulares não sejam expostas a terceiros ou ao público em geral.⁵⁷

Entretanto, para o autor, não deve ser atribuído valor radical a privacidade. Existem situações nas quais o interesse público se sobrepõe ao direito do indivíduo de rejeitar a observação por terceiros das suas informações pessoais. Em determinadas situações, e a depender da finalidade perseguida pela exposição, a relativização do direito à privacidade pode ser tida como administrável.⁵⁸

Com o passar do tempo o direito constitucional a privacidade e intimidade assumiu diferentes contornos e acepções. Em uma visão mais moderna, tem-se admitido inclusive ponderações ao direito à privacidade:

[...] ponderações que, à luz das circunstâncias concretas, a fazem ora prevalecer, ora ceder passagem a outros interesses que, também voltados a realização e desenvolvimento da pessoa humana, mostram-se merecedores de igual proteção pela ordem jurídica.⁵⁹

E mais, em relação ao direito constitucional à privacidade e intimidade, é preciso ter sempre em mente o predomínio do interesse público sobre o particular. Há questões que pela relevância do interesse público seja na esfera econômica, empresarial ou negocial, exercem limitações sobre o direito à privacidade e intimidade.⁶⁰

Neste sentido o Brasil deu um grande passo ao aprovar a Lei nº. 12.527/2011, a chamada Lei da Transparência, que regula o acesso à informação pública. Esta Lei dispõe sobre:

[...] os procedimentos a serem observados pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, com o fim de garantir o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal.⁶¹

⁵⁷ BRANCO, Paulo Gustavo Gonet; MENDES, Gilmar Ferreira. *Curso de Direito Constitucional*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 318.

⁵⁸ *Ibid.*, p. 319.

⁵⁹ SCHREIBER, Anderson. *Direitos da Personalidade*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013. p.143.

⁶⁰ BITTAR, Carlos Alberto. *Os direitos da Personalidade*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 114-115.

⁶¹ BRASIL. *Lei n. 12.527, de 18 de novembro de 2011*. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Sujeitam-se a ela os órgãos públicos integrantes da administração direta dos Poderes Executivo, Legislativo, Judiciário e do Ministério Público, bem como as autarquias, as fundações públicas, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

Mas antes dela, no estado de São Paulo foi promulgada Lei semelhante no sentido de transparência de informações. A Lei determinava a divulgação pela internet da remuneração bruta mensal dos servidores do município de São Paulo/SP. Na época da sua promulgação inúmeras foram as demandas ajuizadas questionando a validade e adequação da norma. A questão constitucional que se procurava responder era:

Saber se a divulgação da remuneração bruta mensal dos servidores paulistanos importa em respeito ao princípio da publicidade - pela transparência dada aos gastos públicos -, ou se trata de exposição indevida dos servidores, em desrespeito à intimidade da vida privada dos cidadãos.⁶²

Ao julgar o pedido de suspensão de segurança ajuizado pelo Município de São Paulo, o Presidente do STF a época Ministro Gilmar Mendes entendeu que no tocante as decisões judiciais que suspenderam a divulgação da remuneração bruta mensal dos servidores municipais, estava devidamente demonstrada a ocorrência de grave lesão à ordem pública. Tais decisões impediam a publicidade dos gastos estatais e violavam a regular ordem administrativa, impedindo, por fim, o controle oficial e social de parte dos gastos públicos.⁶³

No entendimento do Ministro “a remuneração bruta mensal dos servidores públicos em geral é vinculada ao princípio da legalidade estrita”⁶⁴. Ademais, o artigo 5º, XXXIII, da Constituição Federal, condiciona a divulgação a informações que sejam de interesse público individual, coletivo ou geral. Ao fim, o Ministro deferiu o pedido e determinou a suspensão da execução das decisões liminares nos autos dos mandados de segurança, assegurando que as informações de remuneração dos

⁶² STF. Supremo Tribunal Federal. *Presidente do STF permite divulgação de salários de servidores municipais de SP*. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=110745&caixaBusca=N>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁶³ BRASIL, Supremo Tribunal Federal. *Pedido de suspensão de segurança nº 3.902*. Brasília, 8 de julho de 2009. Presidente Ministro Gilmar Mendes. p.14. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/SS3902.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 11.

servidores fossem divulgadas. A fim de ilustração colaciona-se a ementa do Agravo Regimental da SS 3.902-SP de Relatoria do Ministro Ayres Britto:

SUSPENSÃO DE SEGURANÇA. ACÓRDÃOS QUE IMPEDIAM A DIVULGAÇÃO, EM SÍTIO ELETRÔNICO OFICIAL, DE INFORMAÇÕES FUNCIONAIS DE SERVIDORES PÚBLICOS, INCLUSIVE A RESPECTIVA REMUNERAÇÃO. DEFERIMENTO DA MEDIDA DE SUSPENSÃO PELO PRESIDENTE DO STF. AGRAVO REGIMENTAL. CONFLITO APARENTE DE NORMAS CONSTITUCIONAIS. DIREITO À INFORMAÇÃO DE ATOS ESTATAIS. NELES EMBUTIDA A FOLHA DE PAGAMENTO DE ÓRGÃOS E ENTIDADES PÚBLICAS. PRINCÍPIO DA PUBLICIDADE ADMINISTRATIVA. NÃO RECONHECIMENTO DE VIOLAÇÃO À PRIVACIDADE, INTIMIDADE E SEGURANÇA DE SERVIDOR PÚBLICO. AGRAVOS DESPROVIDOS. 1. Caso em que a situação específica dos servidores públicos é regida pela 1ª parte do inciso XXXIII do art. 5º da Constituição. Sua remuneração bruta, cargos e funções por eles titularizados, órgãos de sua formal lotação, tudo é constitutivo de informação de interesse coletivo ou geral. Expondo-se, portanto, a divulgação oficial. Sem que a intimidade deles, vida privada e segurança pessoal e familiar se encaixem nas exceções de que trata a parte derradeira do mesmo dispositivo constitucional (inciso XXXIII do art. 5º), pois o fato é que não estão em jogo nem a segurança do Estado nem do conjunto da sociedade. 2. Não cabe, no caso, falar de intimidade ou de vida privada, pois os dados objeto da divulgação em causa dizem respeito a agentes públicos enquanto agentes públicos mesmos; ou, na linguagem da própria Constituição, agentes estatais agindo “nessa qualidade” (§6º do art. 37). E quanto à segurança física ou corporal dos servidores, seja pessoal, seja familiarmente, claro que ela resultará um tanto ou quanto fragilizada com a divulgação nominalizada dos dados em debate, mas é um tipo de risco pessoal e familiar que se atenua com a proibição de se revelar o endereço residencial, o CPF e a CI de cada servidor. No mais, é o preço que se paga pela opção por uma carreira pública no seio de um Estado republicano. 3. A prevalência do princípio da publicidade administrativa outra coisa não é senão um dos mais altaneiros modos de concretizar a República enquanto forma de governo. Se, por um lado, há um necessário modo republicano de administrar o Estado brasileiro, de outra parte é a cidadania mesma que tem o direito de ver o seu Estado republicanamente administrado. O “como” se administra a coisa pública a preponderar sobre o “quem” administra – falaria Norberto Bobbio -, e o fato é que esse modo público de gerir a máquina estatal é elemento conceitual da nossa República. O olho e a pálpebra da nossa fisionomia constitucional republicana. 4. A negativa de prevalência do princípio da publicidade administrativa implicaria, no caso, inadmissível situação de grave lesão à ordem pública. 5. Agravos Regimentais desprovidos.”⁶⁵ (grifo da autora)

Já sobre a Lei da Transparência, o Ministro Ayres Britto manifestou-se no sentido de que a folha de pagamentos do STF seria divulgada integralmente, com os nomes, cargos que ocupam e a remuneração bruta mensal que recebem os

⁶⁵ BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Agravo Regimental na Suspensão de Segurança nº 3902/SP*. Requerente: Município de São Paulo. Requerido: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, nos mandados de segurança nº 180.176-0/7-00 e 180.589-0/1-00. Brasília, 09 de junho de 2011. Relator Min. Ayres Britto. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=2688865>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

servidores, “Como nosso empregador, o contribuinte tem o direito de saber quanto nos paga.”⁶⁶

Visando aproximar o direito constitucional à privacidade e intimidade a abordagem da análise econômica proposta neste trabalho, se verificará o direito à privacidade no mundo dos negócios e a coerência do direito à privacidade com a abordagem econômica do tema. Segundo Richard Posner no mundo dos negócios ganha relevância a análise:

[...] do direito e da economia da privacidade e dos interesses que a esta se vinculam do ponto de vista econômico. [...] Embora a ocultação de uma informação privada não chegue a ser moralmente reprovável, a revelação desta informação mostraria que o indivíduo pretendia explorar o desconhecimento dos outros sobre ela.⁶⁷

Tratando sobre o tema da privacidade nas relações negociais o autor se socorre a ponderações realizadas por sociólogos e psicólogos no sentido de que diariamente as pessoas fazem uso de apresentações falaciosas a fim de orientar a opinião dos outros sobre elas do modo que lhes for mais conveniente. Dentre as informações costumeiramente manipuladas pelos indivíduos estão a renda e suas perspectivas financeiras.⁶⁸

Estas apresentações pessoais enganosas sob a tutela do direito à privacidade e intimidade provocam naqueles com quem o indivíduo se relaciona um falso juízo de valor, como por exemplo aquele que vive a se autoproclamar ético e honesto, mas em verdade esconde a sua conduta criminosa para a obtenção de vantagens ilícitas.

Em vista desta situação, o indivíduo que manipula a própria informação pessoal para apresentar-se como um indivíduo confiável e até por vezes exemplo de conduta ética, poderia em pouco tempo e utilizando-se da imagem equivocada com que se apresenta aos demais, obter vantagem motivada num falso juízo sobre a sua conduta ética, consequência da apresentação falaciosa com que formou o convencimento dos demais protegido pelo direito à privacidade.

⁶⁶ STF, Superior Tribunal Federal. STF divulgará remuneração paga a ministros e servidores. Brasília, 22 de maio de 2012. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=208053&caixaBusca=N>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁶⁷ POSNER, Richard A. *A economia da Justiça*. São Paulo: Wmf Martins Fontes, 2010. p. 274-275.

⁶⁸ *Ibid.*, p. 275.

Para Richard Posner “a relutância das pessoas em dizer aos outros o quanto ganham pode parecer um bom exemplo de um desejo de privacidade inexplicável segundo critérios puramente funcionais”.⁶⁹ Em se tratando de um importante executivo de uma Companhia titular de altíssimo salário e amplo pacote de benefícios, é possível que a discrição com que o indivíduo trata seus rendimentos tenha origem no receio a se tornar vítima de sequestros e outros crimes. Em tal situação estar-se-ia diante de uma ocultação legítima, uma vez que a ocultação destes dados teria o objetivo legítimo de proteção sua e de sua família.

Entretanto, quando este mesmo executivo exige o mais elevado sigilo quanto a sua remuneração, ainda que tal sigilo seja contrário a Lei, mas colocasse em uma situação na qual o próprio indivíduo apresentasse aos demais sempre a bordo de carros de luxo, frequentando bares e restaurantes estrelados, e hospedando-se na suíte presidencial dos mais badalados hotéis ao redor do mundo, estar-se-ia diante de uma situação na qual a remuneração deste indivíduo, ainda que sob sigilo, pode ser facilmente depreendida em razão dos sinais exteriores de riqueza emitidos pelo seu titular.

Nesta situação, a legitimidade do exercício ao direito à privacidade e intimidade com desrespeito à Lei poderia ser facilmente questionada, sobretudo pelos acionistas da companhia a qual este executivo representa. A sua exigência por sigilo quanto a remuneração recebida no desenvolvimento das suas atividades seria uma preocupação legítima com segurança ou este executivo estaria percebendo frutos às custas do prejuízo dos acionistas minoritários? Diante desta situação, Richard Posner avalia que:

As pessoas escondem informações sobre si mesmas para enganar os outros, poder-se-ia replicar que essa ocultação, pesando-se os prós e os contras, fomentaria a eficiência nas transações, pois muitos dos fatos ocultados pelas pessoas [...] provocariam, se revelados, reações irracionais por parte de possíveis empregadores, amigos, credores, amantes e assim por diante. Mas essa objeção ignora os custos de oportunidade [...]⁷⁰

Ao desenvolver a temática do direito constitucional a privacidade e intimidade dentro do escopo do presente trabalho, a afirmação de Richard Posner sobre os custos de oportunidade poderia ser transplantada para os benefícios para as

⁶⁹ POSNER, Richard A. *A economia da Justiça*. São Paulo: Wmf Martins Fontes, 2010. p. 277.

⁷⁰ *Ibid.*, p. 278.

companhias advindos da divulgação da remuneração de executivos nos termos da Instrução CVM nº. 480.

Poder-se-ia defender que em um cenário de *non-compliance* com a Instrução aquelas companhias que cumprirem com o quanto determinado e divulgarem as informações de remuneração de executivos nos exatos termos da Instrução teriam uma vantagem competitiva em relação as que não cumprissem. O *compliance* destas companhias com a regra de divulgação de remuneração poderia torná-las mais atrativas ao investidor, seja ele interno ou estrangeiro.

Ao cumprir com a determinação de revelar a remuneração máxima, mínima e média de seus executivos as Companhias não deixariam espaço para manipulações e reduziram a assimetria informacional. Essa disponibilização de informações completas sobre remuneração de executivos interessaria potenciais investidores, o que faria com que os mesmos pesassem os custos envolvidos na busca por informações de remuneração das companhias que não cumprem com a instrução e talvez desistissem de investir nas companhias que não divulgam, tendo em vista o elevado custo marginal para a aquisição desta informação omitida.

Neste sentido, tendo em vista que um dos fundamentos para a promulgação da Lei da Transparência fora o de que todos têm direito a receber informações de seu interesse particular ou coletivo, sobretudo tratando-se de verbas públicas, o mesmo entendimento deveria ser aplicado as companhias de capital aberto. O interesse coletivo que caracteriza o Sistema Financeiro Nacional tem inclusive previsão constitucional no art. 192 da CF/88 que assevera que: o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade [...] será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.⁷¹

Neste sentido, disponibilizar ao mercado a informação de quanto ganham os principais executivos das companhias abertas listadas na bolsa de valores do país nada mais é do que a prevalência do interesse coletivo através da prestação de contas do que é feito com o dinheiro captado através da poupança popular. Além da prestação de contas aos acionistas, a divulgação das informações de remuneração

⁷¹ BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

também se presta para informar o mercado e potenciais investidores sobre a política de remuneração das companhias abertas.

Assim, o disposto no art. 192 da CF/88 seria o fundamento normativo a validar a divulgação das informações de remuneração de executivos nos termos em que proposto pela Instrução CVM nº. 480/2009. Logo, estaríamos diante de uma situação na qual o interesse coletivo, que é garantido constitucionalmente ao Sistema Financeiro Nacional, autorizaria a relativização do direito constitucional a privacidade e intimidade dos executivos.

Se nos dizeres do Ministro Ayres Brito, o contribuinte enquanto empregador do servidor público tem o direito de saber o quanto paga aos servidores, e isso não pode ser entendido como violação ao direito à privacidade e intimidade, senão desdobramento do direito constitucional a informação, o mesmo entendimento deveria prevalecer no tocante a Instrução CVM nº. 480, por força do interesse coletivo garantido a estas informações pelo art. 192 da CF/88.

4.2 TEORIA DE AGÊNCIA, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E EXPROPRIAÇÃO DE MINORITÁRIOS

Partindo-se do pressuposto de que “os conceitos microeconômicos são úteis para a análise do direito”⁷² passasse a análise da origem dos problemas de agência e assimetria de informação. O estudo destes conceitos será necessário para a compreensão do fenômeno da expropriação dos minoritários.

Com o surgimento das grandes corporações modernas e a ascensão das sociedades de capital altamente pulverizadas houve uma grande transformação na estrutura de controle das sociedades. Nesta situação os proprietários delegam a um terceiro a gestão da companhia.

O proprietário que investe numa sociedade anônima moderna entrega sua riqueza aos administradores da companhia, à medida que troca a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe a remuneração do capital.⁷³

⁷² SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é Pesquisa em Direito e Economia? *Cadernos Direito GV*, vol. 5, n. 2, p. 12, mar. 2008. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2811/caderno%2520direito%252022.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁷³ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984. p.34.

Esta segregação entre controle e propriedade faz com que acionistas e administradores tenham acesso desigual a mesma informação, o que gera a chamada assimetria de informação. No Brasil esta segregação entre controle e propriedade ganha diferentes acepções uma vez que diferentemente do que ocorre no mercado de valores americano, por exemplo, no Brasil a atividade econômica é exercida essencialmente por empresas familiares. Nesta seara a assimetria informacional gera um segundo nível de conflito de interesses, aquele que se manifesta entre os acionistas majoritários e minoritários. Neste modelo:

[...] o grupo de controle não se sente confortável em conceder novos direitos aos acionistas minoritários e estes, por sua vez, temem que as decisões empresariais sejam eivadas pelos interesses dos controladores. Vale lembrar que esta situação, ainda, possibilita que o grupo de controle tenha acesso privilegiado a determinadas informações. Essa situação acarreta a assimetria de informação trazendo sérias distorções ao mercado.⁷⁴

A assimetria de informação por ser uma falha de mercado pode ser também considerada uma forma de concorrência imperfeita e auxilia na compreensão do porquê acionistas devem monitorar as ações dos administradores/ controladores. Estes têm melhores informações sobre a companhia do que os próprios acionistas. Essa assimetria de informações, por sua vez, pode gerar conflitos de interesses e ações oportunistas. O problema desta situação é que a totalidade dos efeitos decorrentes das decisões tomadas em nome da companhia não é sentido pelos agentes que decidem, o que pode gerar distorções na alocação de recursos.⁷⁵ Estes conflitos gerados pela assimetria de informações caracterizam o problema da Teoria de Agência, que se configura como sendo uma situação na qual:

[...] uma ou mais pessoas (o) (s) principal (is) envolvem outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação de alguma autoridade de decisão ao agente. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará nos melhores interesses do diretor. O principal pode limitar as divergências de seu interesse, estabelecendo incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades aberrantes do agente. Além disso, em algumas situações, pagará o agente para gastar recursos (custos de ligação) para garantir que ele não tomará certas ações que

⁷⁴ FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, Lisboa, Ano 1, n. 5, p. 1.037, 2015.

⁷⁵ ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. A economia e o direito de propriedade. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. (Org.) *Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005. p. 90-91.

prejudicariam o principal ou para garantir que o principal seja recompensado se ele tomar essas ações.⁷⁶ (tradução da autora)

No Brasil as companhias são usualmente controladas por grupos familiares e os acionistas com pequena porcentagem do capital possuem pouca ou nenhuma informação sobre o que os controladores estão fazendo. Esse é um segundo nível de assimetria informacional, mais comum a nível de Brasil, do que aquele que ocorre entre acionistas (principais). Neste caso, a Teoria de Agência aponta que os controladores majoritários têm interesses desalinhados aos dos minoritários, e, portanto, poderiam adotar práticas que não necessariamente maximizam o valor da empresa, como a contratação de familiares, adoção de políticas de remuneração elevadas e outras formas de expropriação dos minoritários.

Em tal situação o administrador recebe a totalidade dos benefícios resultantes das estratégias oportunistas, ao passo que recaem sobre os acionistas as desvantagens derivadas da diminuição do valor da sociedade. A título de exemplo, o administrador pode maximizar as vantagens pecuniárias (remuneração excessiva) ou sob outra forma (automóvel de luxo, escritório suntuoso...) que obtém por meio da empresa. É o principal beneficiário dessas vantagens que não geram qualquer lucro para a sociedade. E são, sobretudo, os acionistas que podem incorrer nos custos em razão da queda de valor de suas ações. O administrador encarregado da estratégia pode, igualmente, levar a empresa a realizar uma série de investimentos visando ao crescimento ou aumento de seu poder e remuneração, mas que não gera qualquer valor para os acionistas.⁷⁷

Uma das formas de mitigar os problemas de agência é o investimento em monitoramento. Entretanto monitorar as atividades dos gestores pode ser excessivamente caro e imperfeito.

⁷⁶ Versão Original: An agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities, of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. JENSEN, Michael C; MECKLING William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976. p. 308. Disponível em: <http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=18976f1c-795d-11e7-bfd0-00000aab0f6b&acdnat=1501882821_48430c7d13b68cba285b5c5cd334c0b6>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁷⁷ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise econômica do direito*. 2. ed. Tradução de Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015. p. 557.

Os custos de monitoramento podem ser extremamente altos para o Principal. Por exemplo, uma firma pode monitorar o horário de entrada e a saída de seus administradores na empresa com base no cartão de ponto, mas para monitorar o desempenho destes teria que investir em um sistema de indicadores que medisse a produtividade e avaliasse o desempenho de cada um deles. Muitas empresas utilizam a avaliação de desempenho como forma de monitorar a ação dos seus funcionários, mas essa ainda é uma prática passível de erros ou visão tendenciosa por parte de quem avalia. Assim, uma outra forma de minimizar os problemas de agência seria por meio de mecanismos de incentivos econômicos que alinhem os interesses dos agentes com os do principal.⁷⁸

A tomada de decisão das Companhias pelo não cumprimento com a instrução CVM nº. 480 pode favorecer a assimetria de informações. Esta situação é capaz de gerar externalidades negativas como, por exemplo, a desconfiança dos atuais e potenciais investidores quanto as reais razões da Companhia para o *non-compliance* com a Instrução. Estas externalidades representam custos que são suportados em parte pelos particulares e em parte pelo mercado e pela própria companhia.

Esses problemas demandam frequentemente a criação de mecanismos que possam corrigir ou ao menos minimizar as falhas do mercado, em especial a criação de obrigações de *disclosure*, registro e divulgação.⁷⁹

A regulamentação pela CVM propõe que se reduza a assimetria informacional entre os executivos e os acionistas no tocante ao quanto tem sido pago aos principais executivos da companhia. Para isso, determina a divulgação do valor máximo, mínimo e médio pago aos membros da diretoria estatutária, conselho de administração e conselho fiscal, abrindo mão de uma divulgação nominal a fim de que os custos para aqueles que detém as informações de remuneração e para aqueles que recebem sejam equacionados e com isso se alcance o desejável ponto de equilíbrio.

É através do pacote de remuneração que as companhias incentivam seus administradores a privilegiarem ações de curto, médio ou longo prazo bem como a envidarem esforços para alcançar as metas estabelecidas pela companhia como prioritárias. A remuneração executiva normalmente é composta por uma parte fixa

⁷⁸ CARVALHAL, Raquel Lourenço do; BORDEAUX-RÊGO, Ricardo. Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil. *Relatórios de pesquisa em Engenharia de Produção*, Universidade Federal Fluminense, v. 10, n. 13, p. 3. Disponível em: <http://www.producao.uff.br/conteudo/rpep/volume102010/RelPesq_V10_2010_13.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017

⁷⁹ FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, Lisboa, Ano 1, n. 5, p. 1.039, 2015.

(salário e benefícios) e outra variável (bônus e opções de compras de ações). Nestes casos a remuneração variável tem o objetivo de alinhar os interesses dos administradores aos dos acionistas, atenuando, dessa forma, os conflitos de agência.⁸⁰ A depender das métricas escolhidas, o administrador terá incentivos para buscar os resultados que o emissor elegeu como prioritários.⁸¹ Sobre informações assimétricas e a teoria econômica Leuz e Verrecchia asseveram:

Uma importante ligação entre a teoria econômica e o conceito de contabilidade contemporânea é a noção de que o compromisso de uma empresa com maior divulgação deve reduzir os custos de capital que surgem de informações assimétricas. [...] Informações assimétricas introduzem a seleção adversa nas transações entre compradores e vendedores de ações de empresas.⁸² (tradução da autora).

A divulgação das informações de remuneração é importante pois, será através dos mecanismos de remuneração que se procurará promover um maior alinhamento entre os interesses do agente e do principal. A teoria econômica sugere que conhecer as informações de remuneração dos executivos proporciona aos acionistas e potenciais investidores a possibilidade de avaliar a política de remuneração da companhia e os incentivos a que estão sujeitos os administradores.

Jensen e Meckling, partindo do pressuposto de que inexistente monitoramento perfeito, apontam que uma forma de mitigar os problemas advindos da relação de agência é elaborar contratos de modo a fornecer incentivos adequados, incluindo de remuneração, para que o agente oriente a tomada de decisões com foco em resultados que maximizem o bem-estar do principal.⁸³

Da relação de agência, surge a problemática da potencial expropriação dos investidores, por ação dos gestores/ controladores, em uma situação de separação

⁸⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise econômica do direito*. 2. ed. Tradução de Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015. p. 579.

⁸¹ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de audiência pública nº 07/08*. p. 22. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁸² Versão Original: A major link between economic theory and contemporary accounting thought is the notion that a firm's commitment to greater disclosure should lower costs of capital that arise from information asymmetries. Information asymmetries create costs by introducing adverse selection into transactions between buyers and sellers of firm shares. LEUZ, Christian. VERRECCHIA, Robert E. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*. USA, v. 38. Supplement, 2000. p. 91-92.

⁸³ JENSEN, Michael C; MECKLING William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976. p. 309-310. Disponível em: <http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=18976f1c-795d-11e7-bfd0-00000aabb0f6b&acdnat=1501882821_48430c7d13b68cba285b5c5cd334c0b6>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

entre controle e propriedade, que pode ainda se desdobrar em expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores quando estes últimos exercem poder relevante sobre os gestores.⁸⁴ Dentre as principais formas de expropriação de minoritários destacam-se⁸⁵:

- A determinação de remuneração abusiva aos administradores;
- A designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais;
- O reinvestimento de fluxo de caixa livre em projetos que não agregam valor;
- A venda de produção, ativos, ou títulos da companhia abaixo do preço de mercado para outra companhia que detenham os mesmos controladores.

Neste sentido, elevar os níveis de Governança Corporativa através do *disclosure* obrigatório das informações de remuneração de executivos contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais uma vez que “os investidores tendem a pagar mais pelos títulos quando são protegidos da expropriação, tornando mais atrativa a sua emissão por parte dos empreendedores”.⁸⁶ Ao contrário, a inexistência ou até mesmo a ineficácia de mecanismos de proteção dos acionistas minoritários pode ter o efeito nefasto de desencorajar os investimentos na chamada poupança popular, principal meio de financiamento externo das companhias.

Deste modo, e da análise econômica do *non-compliance* da divulgação da remuneração de executivos no Brasil é possível, com o auxílio de ferramentas de microeconomia, compreender melhor o arcabouço de situações por trás da intenção da CVM de ampliar os níveis de transparência de informações com o advento da Instrução CVM nº 480/ 2009 bem como o valor atribuído pelos acionistas e potenciais investidores e a repulsa das companhias em divulgar as informações de remuneração recebidas pelos seus Administradores.

⁸⁴ SILVEIRA. Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. p. 7. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Administração – Mestrado) – Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁸⁵ *Ibid.*, p. 16.

⁸⁶ *Ibid.*, p. 44.

5 ESTUDO DE CASO DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Antes de adentrar nos estudos de caso e na análise econômica do *compliance* ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480, é relevante para este trabalho lembrar o conceito de *compliance*. Da literatura pátria, sobre *compliance*, depreende-se sua origem e conceito:

O termo *compliance* origina-se do verbo inglês *to comply*, que significa cumprir, executar, obedecer, observar, satisfazer o que lhe foi imposto. *Compliance* é o dever de cumprir, de estar em conformidade e fazer cumprir leis, diretrizes, regulamentos internos e externos, buscando mitigar o risco atrelado à reputação e o risco legal/ regulatório.⁸⁷

Deste modo, para o presente trabalho, o descumprimento ou a falta de conformidade das companhias com a Instrução CVM nº. 480 será abordada sob o aspecto de *non-compliance*. Feitas estas considerações iniciais, se passará aos estudos de caso e a análise econômica do *non-compliance* sob a ótica da assimetria informacional, Teoria de Agência e expropriação de minoritários, todos fundamentos de microeconomia que auxiliarão na análise proposta.

Cabe destacar que neste ambiente específico, o *non-compliance* se dá em relação a uma normativa que eleva a evidenciação da informação disponível ao mercado. De acordo com Leuz e Verrechia, o aumento da evidenciação de resultados contábeis e demais informações econômico-financeiras e administrativas das empresas, em teoria, traz diversos benefícios às empresas, dentre os quais destacam-se a redução do custo de capital, o aumento da liquidez das ações, a redução da diferença entre os preços de compra e venda das ações (*bid-ask-spreads*) e a elevação do volume de ações negociadas.⁸⁸

Entretanto, Leuz e Verrechia também apontam, e assim se seguiu nos anos mais recentes, que os resultados empíricos têm se mostrado mistos com relação a estes potenciais benefícios do *compliance* com regras de evidenciação. Este é o caso dos primeiros resultados apontados pela literatura com relação a Instrução

⁸⁷ COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. (Org.). *Manual de Compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Editora Atlas, 2010. p. 2.

⁸⁸ LEUZ, Christian; VERRECHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure (digest summary). *Journal of Accounting Research*. USA. V. 38, p. 91-124, 2000.

CVM nº. 480.⁸⁹ De acordo com Costa, Galdi, Motoki e Sanchez as empresas que não cumprem plenamente com a regulamentação enfrentam custos sob a forma de maiores *bid-ask-spreads*, o que, segundo os autores, sugere que os investidores estão receosos da decisão de não cumprir o regulamento.⁹⁰

Em se considerando que a análise realizada pelas Companhias quando da decisão pelo *compliance* ou *non-compliance* de remuneração de executivos perpassa pela avaliação dos custos e benefícios decorrentes do cumprimento ou não com a Instrução CVM nº. 480, entender os benefícios do *compliance* e do *non-compliance* são também peça chave deste trabalho. Neste sentido quando a divulgação for dispendiosa demais para aquele que a faz, este pode ser um determinante na decisão das Companhias em cumprir ou não com o regulamento.⁹¹

Pode-se citar ainda como benefícios do *compliance* de divulgação de remuneração executiva, a redução da assimetria informacional, o alinhamento dos interesses dos executivos com os interesses e objetivos da companhia, a possibilidade de análise adequada da política de remuneração adotada pelo emissor, bem como a análise da relação entre remuneração e desempenho da companhia. A maior aproximação ao padrão internacional de Governança Corporativa torna a empresa mais atrativa ao investidor estrangeiro e agrega valor à companhia.

Por outro lado, o *non-compliance* com relação a remuneração de executivos restringe o monitoramento por parte dos acionistas e potenciais investidores, o que pode ocasionar a manutenção de elevados salários a Executivos que incluem vantajosos e desnecessários pacotes de benefícios que vão de telefones corporativos até jatinhos particulares. Ademais, o *non-compliance* de remuneração executiva pode ser responsável pela expropriação dos minoritários e concentração do capital nas mãos dos controladores.

Não por acaso o tema envolvendo a divulgação de remuneração de executivos no Brasil tem sido objeto de reiterados estudos. Na pesquisa sobre remuneração de executivos realizada pelo IBGC tendo por base as informações dos Formulários de Referência publicados no ano de 2014, referentes as informações do

⁸⁹ LEUZ, Christian; VERRECHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure (digest summary). *Journal of Accounting Research*. USA. V. 38, p. 91-124, 2000.

⁹⁰ COSTA, Cristiano Machado; GALDI, Fernando Caio; MOTOKI, Fabio; SANCHEZ, Juan Manuel. Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 43, p. 329-369, mar./apr. 2016.

⁹¹ *Ibid.*, p. 329-369.

ano de 2013 foi possível constatar que as companhias que se utilizam da liminar para não divulgar dados de remuneração de executivos são as que pagam os maiores salários:

Quanto à postura diante da liminar para a não divulgação do item 13.11 do Formulário de Referência, as empresas que se apoiam na liminar apresentam a maior mediana de remuneração dos conselheiros, quase 1,5 vezes maior do que a mediana da amostra total. Em termos de média da remuneração, as empresas com liminar pagaram 2,3 vezes mais aos seus conselheiros do que as empresa que não a utilizam.⁹²

A constatação feita pela pesquisa do IBGC levou em consideração as informações de remuneração média divulgadas pelas empresas que se utilizam da liminar para eximirem-se da divulgação das remunerações máximas e mínimas pagas aos executivos e pode ser melhor visualizada através da tabela conforme segue:

Uso da liminar	Médias de remuneração divulgadas pelas empresas (R\$)					N.º de empresas
	Mediana	Média	Desvio padrão	1º Quartil	3º Quartil	
Sim	214.751,92	644.194,71	2.173.387,83	92.819,95	324.298,50	46
Não	134.339,74	280.022,36	421.783,49	67.578,00	309.389,70	226
Amostra Total	144.597,58	341.610,34	975.075,60	69.629,93	317.746,90	272

QUADRO IV - REMUNERAÇÃO ANUAL DOS CONSELHEIROS, EM RELAÇÃO À LIMINAR PARA A NÃO DIVULGAÇÃO DO ITEM 13.11 (2013)⁹³

Figura 01: IBGC⁹³.

Situação semelhante foi auferida pela mesma pesquisa no tocante as medianas de remuneração da Diretoria Estatutária e do Conselho Fiscal das companhias que se utilizam da liminar para não divulgar as informações de remuneração de executivos. A pesquisa apontou que a remuneração média dos diretores estatutários é cerca de 2,4 vezes maior que a mediana da amostra total e que a remuneração do conselho fiscal, por sua vez é 1,6 vezes maior que a mediana.⁹⁴

⁹² IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Remuneração dos Administradores*. 5. ed. 2015. p. 3. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Remuneracao_2015_5edicao.PDF>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁹³ Ibid., p 12.

⁹⁴ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Remuneração dos Administradores*. 5. ed. 2015. p. 5 e 7. Disponível em:

5.1 O CASO PDG REALTY S.A DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Em uma reação surpreendente do mercado à recusa das companhias em divulgar as informações de remuneração nos termos da Instrução CVM nº 480, chama a atenção o caso do veto dos acionistas a proposta de remuneração levada a Assembleia Geral pelos administradores da empresa PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, uma das maiores incorporadoras imobiliárias do Brasil.

A empresa foi a única dentre as grandes companhias abertas que tinha divulgado a remuneração máxima, média e mínima paga a executivos em 2009, mas que decidiu usar a liminar em 2010, se abstendo de divulgar as informações de remuneração.⁹⁵ No formulário de referência apresentado pela companhia no ano de 2009, cumprindo com a obrigação de divulgação de remuneração, a companhia divulgou os seguintes quadros de remuneração de executivos:

13.11. Indicação dos itens da tabela abaixo, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal²³:

2010 - PREVISÃO	Conselho De Administração (anual)(2)	Diretoria Executiva (total anual)(1)	Conselho Fiscal (total anual)
Número de membros	8	6	3 efetivos 3 suplentes
Valor da maior remuneração individual (em R\$)	132.000,00	360.000,00	12.000,00
Valor da menor remuneração individual (em R\$)	132.000,00	140.000,00	12.000,00
Valor médio de remuneração individual (em R\$)	132.000,00	240.000,00	12.000,00

Figura 02: PDG Realty S/A⁹⁶

<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Remuneracao_2015_5edicao.PDF>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁹⁵ CARVALHO, Denise; TORRES, Fernando. Arrocho Salarial. *Valor Econômico*. São Paulo, 4 de maio de 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/885631/arrocho-salarial>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁹⁶ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2009*. p. 104. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/arq_125_36130.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

2009	Conselho De Administração (anual)(2)	Diretoria Executiva (total anual)(1)	Diretoria Executiva (total anual)(1)(3)	Conselho Fiscal (total anual)
Número de membros	6	6	6	3 efetivos 1 suplente
Valor da maior remuneração individual (em R\$)	132.000,00	7.163.514,14	12.578.604,78	12.000,00
Valor da menor remuneração individual (em R\$)	131.633,00	960.073,30	1.312.982,75	12.000,00
Valor médio de remuneração individual (em R\$)	131.938,00	5.115.297,67	8.098.379,46	12.000,00

2008	Conselho De Administração (anual)(2)	Diretoria Executiva (total anual) (1)	Diretoria Executiva (total anual)(1)(3)	Conselho Fiscal
Número de membros	6	3	3	0
Valor da maior remuneração individual (em R\$)	123.000,00	3.259.620,80	8.815.125,60	-
Valor da menor remuneração individual (em R\$)	123.000,00	1.253.546,64	2.612.818,56	-
Valor médio de remuneração individual (em R\$)	123.000,00	2.243.530,25	5.466.480,51	-

2007	Conselho De Administração (anual)(2)	Diretoria Executiva (total anual) (1)	Conselho Fiscal
Número de membros	6	3	0
Valor da maior remuneração individual (em R\$)	72.000,00	4.844.143,09	-
Valor da menor remuneração individual (em R\$)	72.000,00	1.719.527,97	-
Valor médio de remuneração individual (em R\$)	72.000,00	3.270.799,84	-

Figura 03: PDG Realty S/A⁹⁷

No ano de 2010 o subitem 13.11 do formulário de referência apresentado pela Companhia limitava-se a replicar a informação de remuneração contida no documento apresentado em 2009. Entretanto, ao entregar o formulário de referência ano 2011 em 08/11/2011 a Companhia deixou de divulgar as informações de remuneração da Diretoria Estatutária referentes ao ano 2010 sob a justificativa de que o item não seria divulgado em razão da liminar concedida no processo ajuizado pelo IBEF/RJ a saber:

13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal

Valores anuais

	Diretoria Estatutária			Conselho de Administração			Conselho Fiscal		
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008
Nº de membros	6,00	6,00	3,00	7,17	6,00	6,00	6,00	4,00	0,00
Valor da maior remuneração(Reais)	0,00	12.568.028,80	8.687.007,80	130.000,00	132.000,00	123.000,00	30.000,00	12.000,00	0,00
Valor da menor remuneração(Reais)	0,00	1.186.001,19	2.581.705,13	79.800,00	131.633,50	123.000,00	30.000,00	12.000,00	0,00
Valor médio da remuneração(Reais)	9.287.261,33	8.003.950,00	5.392.019,20	129.223,48	131.938,02	123.000,00	30.000,00	12.000,00	0,00

⁹⁷ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. Formulário de Referência 2009. p. 104. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/arq_125_36130.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017. p. 104.

Observação	
Diretoria Estatutária	
31/12/2010	Item não divulgado em razão de medida liminar concedida nos autos da ação ordinária nº2010.51.01.002888-5, pelo MM. Juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro ao IBEF/RJ, ao qual os diretores da PDG são associados. A liminar em questão continua em vigor após decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça na MC 17350-RJ.

Figura 04: PDG Realty S/A ⁹⁸

Dentre os assuntos em pauta para a Assembleia Geral ordinária de 26 de abril de 2011 estava a aprovação do valor das verbas globais e anuais de remuneração dos membros do Conselho de Administração, da Diretoria e do Conselho Fiscal. A proposta da administração refletia o mesmo valor aprovado para o ano anterior:

[...] o montante de R\$ 30,0 milhões para verbas globais e anuais de remuneração dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria. Referido valor representa é o mesmo aprovado na última assembleia geral ordinária de 2010, sem nenhum acréscimo. Tais verbas não incluem despesas contabilizadas com opção de compra de ações decorrentes de programas outorgados no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações da companhia, tendo em vista que não representam desembolso de caixa para a companhia. As informações indicadas no item 13 do formulário de referência da companhia seguem sob o Anexo Remuneração da Administração à presente proposta. No que se refere a remuneração do Conselho Fiscal, a administração propõe a manutenção da remuneração no mesmo patamar atual, no montante de até R\$5.000,00 mensais, respeitado o mínimo valor legal quando este for maior.⁹⁹

Entretanto, na Assembleia Geral cerca de 60% dos acionistas manifestaram voto contrário à proposta de remuneração da Administração da PDG, um fato inédito desde que passou a vigorar, em 2010, a Instrução nº. 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que obriga as empresas a divulgar a remuneração dos executivos.¹⁰⁰

No caso da PDG, empresa listada no segmento de Novo Mercado, reservado as companhias de elevado padrão de governança corporativa, a pressão dos acionistas fora de tamanha importância que a companhia precisou revisar e acrescentar a sua proposta de remuneração o compromisso em disponibilizar aos

⁹⁸ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2011*. p. 171. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/FR_atualizado_final08112011port.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

⁹⁹ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Proposta da administração para a assembleia geral ordinária de 26 de abril de 2011*. p. 2 – 3. Disponível em: <<http://ri.pdg.com.br/arquivos/Proposta%20da%20administra%E7%E3o%20AGO%202011.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁰⁰ VALOR. *Valor Econômico*. PDG consegue aprovar remuneração dos executivos. Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-econ%C3%B4mico/20110630/282368331279200>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

acionistas as informações sobre remuneração de executivos nos termos do proposto pelo subitem 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM nº. 480. Deste modo, para a Assembleia Geral Extraordinária de 28 de junho de 2011, foi acrescido na justificativa da proposta de remuneração o trecho abaixo transcrito:

No que se refere à remuneração mínima e máxima individual dos Diretores da companhia, conforme item 13.11 do formulário de referência, tais valores não foram divulgados em razão de medida liminar concedida nos autos da ação ordinária nº 2010.51.01.002888-5, pelo MM. Juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro ao IBEF/RJ, especialmente por motivos relacionados à segurança dos membros de nossa administração.

Entretanto, tanto a companhia quanto seus Diretores acreditam que seus acionistas devem ter acesso a tais informações, desde que mantenham sigilo acerca de tais informações. Acreditamos que essa é a melhor solução para a divulgação de tais dados, já que os maiores interessados são os acionistas da companhia.

Assim, a companhia e seus Diretores se comprometeram a disponibilizar tais informações diretamente para seus acionistas e/ou seus representantes e/ou prestadores de serviços de assessoria de voto que contatarem a companhia diretamente através de seu Departamento de Relações com Investidores. Tais informações deverão ser mantidas em sigilo por aqueles que a receberem. No Anexo III ao presente documento divulgamos cópia do compromisso assumido pela companhia e seus Diretores¹⁰¹.

Somente com a assunção, pelos executivos da companhia, do compromisso de disponibilizar tais informações aos acionistas é que a PDG obteve a aprovação da proposta de remuneração levada a votação. Assim, em 28 de junho de 2011, dois meses após a Assembleia Geral na qual fora colocada em discussão a proposta de remuneração de executivos da PDG, a companhia conseguiu a aprovação da sua proposta de remuneração. Nesta oportunidade a proposta de remuneração restou aprovada nos seguintes termos:

[...] por maioria, com voto favorável de 98,25% dos presentes, aprovar: (i) o valor das verbas globais e anuais de remuneração dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria a serem pagas até a próxima Assembleia Geral Ordinária da companhia em até R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais). Referido valor não inclui despesas contabilizadas com opção de compra de ações decorrentes de programas outorgados no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações da companhia; e (ii) o valor de R\$5.000,00 (cinco mil reais), a título de remuneração individual mensal dos membros do Conselho Fiscal, respeitado o mínimo legal quando este for maior.¹⁰²

¹⁰¹ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Proposta da administração para a assembleia geral ordinária de 28 de junho de 2011*. p. 3-4. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/Proposta_Administracao_PDG_AGE_062011.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁰² PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Ata da assembleia geral extraordinária realizada em 28 de junho de 2011*. Disponível em:

Ressalta-se que, a remuneração de executivos inicialmente proposta pela companhia foi mantida para a Assembleia Geral Extraordinária. A mudança implementada pela companhia capaz de transformar os números iniciais que demonstravam uma rejeição da proposta por quase 60% dos acionistas da companhia para, em Assembleia Geral Extraordinária a aprovação por 98,25% dos acionistas presentes dá indícios do desejo dos acionistas por maior transparência de informações.

Isso porque a mudança determinante para a aprovação da proposta de remuneração pelos acionistas da PDG foi o compromisso assumido pelos executivos da companhia de divulgar as informações de remuneração nos termos em que determinado pelo subitem 13.11 do anexo 24 da Instrução CVM nº.480, pelo menos aos seus acionistas e mediante o compromisso de sigilo por aqueles que recebessem as informações.

Apesar de a assunção do compromisso de divulgar as informações de remuneração atender ao anseio dos acionistas, tal solução não corresponde a expectativa de potenciais investidores interessados em investir nos papéis da companhia. Esta situação, faz da tomada de decisão da PDG uma solução imperfeita ao problema de evidenciação de informações de remuneração de executivos.

Além disso, o resultado da Assembleia Geral pode ser igualmente atribuído a pressão externa exercida por Consultorias Internacionais de Voto que não veem com bons olhos a utilização da liminar pelas companhias listadas na BM&FBovespa para se eximirem da divulgação das informações de remuneração de executivos.

Especializadas em assessorar investidores estrangeiros, que não conseguem acompanhar de perto o dia a dia das companhias em que investem, as consultorias emitem recomendações de voto sobre temas em pauta nas assembleias de acionistas. O poder de fogo não pode ser menosprezado, em especial pela forte participação dos estrangeiros na bolsa brasileira. Isso tende a aumentar com as medidas em curso na CVM para facilitar o voto à distância.¹⁰³

<http://ri.pdg.com.br/arquivos/PDG_Atta_AGE_28062011_sem_alteracao_estatutaria_junta.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁰³ DURÃO, Mariana. Consultorias pressionam empresas a divulgar remuneração de executivos. O Estado de São Paulo, mar. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,consultorias-pressionam-empresas-a-divulgar-remuneracao-de-executivos-imp-,1655187>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

A luta da CVM por maior publicidade e transparência de informações no âmbito do mercado financeiro brasileiro ganharia reforços de peso. A *Institutional Shareholder Services* (ISS) e a *Glass Lewis*, principais consultorias internacionais de voto, passariam a recomendar a seus clientes o voto contrário às políticas de remuneração propostas por companhias abertas que descumprissem a norma de evidenciação.

A *Institutional Shareholder Services* (ISS) inseriu em seus guias de voto recomendações expressas quanto a manifestação, pelo acionista estrangeiro, de voto contrário a propostas de remuneração de companhias que não divulgavam as informações máxima, mínima e média de remuneração de seus executivos. Tal recomendação pode ser observada no Guia de Diretrizes de Voto da ISS disponível na internet:

Os acionistas são questionados a aprovar a remuneração agregada dos conselheiros e diretores na Assembleia Geral em votação vinculativa. O conselho de administração da empresa decide então como alocar esta remuneração agregada entre diferentes indivíduos. O valor agregado de remuneração aprovado pelos acionistas inclui a remuneração variável que os diretores e executivos poderão receber.

A CVM exige que as empresas divulguem a remuneração total, média e máxima de seus diretores executivos mais bem pagos. No entanto, uma série de emitentes optaram por não cumprir com a exigência da CVM com base em liminar interposta em 2010 pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF).

Recomendações Gerais de remuneração da gestão:

Votar geralmente para as propostas de remuneração da administração em que são apresentados todos os elementos de divulgação exigidos pela CVM.

Votar contrapropostas de remuneração da administração quando:

- A empresa não apresenta uma proposta de remuneração pormenorizada ou a proposta carece de clareza; ou
- A empresa não divulga a remuneração total do seu executivo mais bem remunerado; ou O valor fornecido pela empresa para a remuneração total dos administradores mais bem pagos não inclui todos os elementos do salário dos executivos.¹⁰⁴ (tradução da autora).

¹⁰⁴ Versão Original: Shareholders are asked to approve the aggregate remuneration of directors and executive officers at Brazilian annual general meetings in a binding vote. The company's board of directors then decides how to allocate this aggregate remuneration figure among different individuals. The aggregate remuneration figure approved by shareholders should be inclusive of the variable remuneration that directors and executive officers may receive. The Brazilian Securities Regulator (CVM) requires companies to disclose the average and maximum total compensation of their highest paid director and executive officer. However, a number of issuers have opted not to comply with the CVM's requirement based on a federal injunction filed in 2010 by the Brazilian Institute of Finance Executives (IBEF). Management Compensation General Recommendation: Generally vote for management compensation proposals that are presented in a timely manner and include all disclosure elements required by the Brazilian Securities Regulator (CVM). Vote against management compensation proposals when: The company fails to present a detailed remuneration proposal or the proposal lacks clarity; or The company does not disclose the total remuneration of its highest-paid executive; or Enabling the financial community to manage governance risk for the benefit of

O caso do veto dos acionistas a proposta de remuneração da PDG Realty em 2011 ensina que mais do que interferir nos números e composição da remuneração dos executivos, os acionistas anseiam por maior transparência na divulgação das informações sobre remuneração de executivos.

A necessidade dos acionistas por maior transparência de informações de companhias listadas em bolsa de valores, e sobretudo informações de remuneração de executivos se justifica por duas razões bastante simples: “a primeira é que você capta poupança do público e precisa saber o que se faz com o dinheiro. A segunda é que a remuneração é o principal mecanismo de incentivo para os administradores”.¹⁰⁵

A Companhia divulgou as informações sobre remuneração de executivos nos anos de 2009 e 2010. No formulário de Referência dos anos de 2011 e 2012 divulgou apenas parcialmente as informações de remuneração. No formulário de 2013 não divulgou nenhuma informação de remuneração da Diretoria Estatutária para o ano de 2012. Nos anos que se seguiram, formulários de referência de 2014 e 2015 divulgou novamente apenas parcialmente as informações de remuneração máxima, média e mínima dos seus executivos, divulgando para o exercício de 2013 mas as omitindo para os anos de 2011 e 2012. Por fim, no formulário de referência ano 2016 disponibilizado em 27/07/2017 a Companhia divulgou de forma completa as informações de remuneração para os 3 últimos exercícios sociais:

shareholders. The figure provided by the company for the total compensation of its highest-paid administrator is not inclusive of all elements of the executive's pay. ISS. Institutional Shareholder Services. *Brazil Proxy Voting Summary Guidelines*. 2015 Benchmark Policy Recommendations. Dec. 2014. p. 11–12. Disponível em: <<https://www.issgovernance.com/file/policy/2015brazilvotingguidelines.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁰⁵ DURÃO, Mariana. Consultorias pressionam empresas a divulgar remuneração de executivos. O *Estado de São Paulo*, mar. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,consultorias-pressionam-empresas-a-divulgar-remuneracao-de-executivos-imp-,1655187>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal

Valores anuais

	Diretoria Estatutária			Conselho de Administração			Conselho Fiscal		
	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Nº de membros	6,00	6,33	6,50	5,83	7,00	9,17	5,58	5,00	4,58
Nº de membros remunerados	6,00	6,17	6,50	2,75	3,00	5,17	3,42	3,00	2,58
Valor da maior remuneração(Reais)	4.800.000,00	5.000.000,00	3.400.000,00	288.000,00	288.000,00	288.000,00	96.000,00	115.000,00	115.000,00
Valor da menor remuneração(Reais)	538.000,00	930.000,00	1.264,00	288.000,00	288.000,00	288.000,00	96.000,00	115.000,00	115.000,00
Valor médio da remuneração(Reais)	2.600.000,00	2.234.851,52	1.992.592,10	288.000,00	288.000,00	288.000,00	96.000,00	115.000,00	115.348,84

Figura 05: PDG Realty S/A ¹⁰⁶

Atualmente a companhia encontra-se em processo de recuperação judicial. Em 23 de fevereiro de 2017 o Grupo PDG protocolou na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo seu pedido de recuperação judicial sendo distribuído sob o nº. 10164223420178260100. Depreende-se do pedido de recuperação judicial do Grupo PDG que a partir do ano de 2014 a empresa passou a sentir os severos efeitos da crise e atualmente o Grupo encontra-se endividado no patamar de R\$ 6.200.000.000,00 (seis bilhões e duzentos milhões de reais).

Ao emitir fato relevante a fim de informar o mercado sobre o seu pedido de recuperação judicial a companhia asseverou que no ano de 2015 deu início a um processo de reestruturação da dívida, “com vistas a reforçar o fluxo de caixa e otimizar a estrutura de capital das empresas integrantes do Grupo PDG”.¹⁰⁷

Todavia, ao observar as informações de remuneração disponibilizadas no formulário de referência da PDG Realty S/A ano 2016 pode-se observar a evolução da média de remuneração da Diretoria Estatutária. Enquanto a média da remuneração no ano de 2013 era de R\$ 1.992.592,10, em 2014 ficou em R\$2.234.851, 52 e no ano de 2015 alcançou o montante de R\$ 2.600.000,00.

A remuneração máxima da Diretoria estatutária por sua vez teve um considerável incremento do ano de 2013 para 2014 e no ano de 2015 apresentou

¹⁰⁶ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2016*. p. 238. Disponível em:

<http://ri.pdg.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32532&id=0&submenu=0&img=0&no=2017>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹⁰⁷ PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Fato relevante: Pedido de recuperação judicial*. p. 1. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=417572F3-A399-4E50-96FE-532C42FD8E2D>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

uma discreta queda. O Valor da maior remuneração paga a Diretoria Estatutária no ano de 2013 foi de R\$ 3.400.000,00. No ano de 2014, ano em que a Companhia alega ter começado a sentir os severos efeitos da crise, a remuneração paga a diretoria estatutária teve um substancial incremento alcançando a expressiva quantia de R\$ 5.000.000,00. E finalmente, no ano de 2015 este valor sofreu uma discreta queda sendo fixado em R\$ 4.800.000,00. Por outro lado, as remunerações pagas ao Conselho de Administração e Conselho Fiscal, no mesmo período de análise, mantiveram-se constantes ainda que sofrendo substancial redução no número de membros de cada órgão.

Da análise do caso e das pesquisas que serviram de base para este trabalho depreende-se a primeira assertiva: a de que as companhias que fazem uso da liminar para eximirem-se da divulgação das informações de remuneração pagam a seus executivos, a título de remuneração, valores acima dos de mercado. Eis então a primeira possível razão para o *non-compliance* da companhia com a instrução CVM nº. 480/ 2009.

No caso da PDG e observando a atual situação da companhia, empresa em recuperação judicial com um passivo estimado em R\$ 6.200.000.000,00 (seis bilhões e duzentos milhões de reais), é possível sugerir que a contrariedade da companhia em cumprir integralmente com a instrução, em parte se deve a sua política de remuneração que premia seus executivos com altos salários e bonificações ainda que a companhia não seja capaz de gerar valor aos seus acionistas, vide a remuneração paga aos seus executivos nos de 2013, 2014 e 2015, os anos que antecederam ao pedido de recuperação judicial.

Tal situação sugere que a política de remuneração da companhia não está alinhada com a geração de valor. Esta situação pode ser melhor apreciada sob a ótica da teoria de agência. A teoria econômica ensina que quando os acionistas, chamados de principal, delegam a altos executivos, denominados de “agente,” a realização de determinada atividade, em verdade esperam deles que envidem esforços no sentido de perseguir os objetivos definidos pelos acionistas como prioritários. Assim, os executivos foram contratados para, no desenvolvimento das suas atividades, maximizar a riqueza e o bem-estar dos acionistas.

Entretanto, tais executivos possuem maiores e melhores informações do que os acionistas sobre os negócios e a administração da companhia, o que se deve a presença da assimetria informacional. A apreensão de maiores e melhores

informações pelos agentes lhes garante maior parcela de poder. Nesta situação, o agente tende a passar a perseguir o próprio interesse e não mais os interesses do principal.

Ao rejeitar a proposta de remuneração dos executivos da companhia para o ano de 2011 os acionistas da PDG sinalizaram a sua discordância com a postura que vinha sendo adotada pela companhia. Pressionada, a PDG comprometeu-se a divulgar aos seus acionistas sob condição de sigilo as informações de remuneração de executivos omitidas no formulário de referência. Ao informar os acionistas a companhia conseguiu a aprovação do pacote de remuneração nos exatos termos em que inicialmente proposto.

Nos anos em que a companhia divulgou apenas parcialmente as informações de remuneração, os dados omitidos no formulário de referência foram aqueles referentes a remuneração máxima e mínima paga a diretoria estatutária. Tais informações omitidas foram prestadas de modo sigiloso aos acionistas da companhia, resultado do compromisso assumido pelos seus executivos.

Esta situação, sugere a preocupação da companhia, que tem sede na cidade de São Paulo/ SP, com a segurança dos seus executivos nos termos em que defendido na ação ajuizada pelo IBEF/ RJ, uma vez que a remuneração paga ao presidente da companhia pode ser facilmente auferida do *compliance* com a instrução CVM nº. 480, por tratar-se da remuneração máxima paga pela companhia a membro da sua diretoria estatutária.

Após descumprir com a instrução que determina o *disclosure* compulsório de tais informações, a companhia comprometeu-se a divulgá-las aos seus acionistas sob a condição de sigilo destes. Ao terem conhecimento da remuneração máxima e mínima paga aos diretores estatutários da companhia os acionistas aprovaram a proposta de remuneração nos exatos termos em que inicialmente proposto.

A aprovação da remuneração pelos acionistas reforça a tese defendida pelo IBEF/ RJ. Da análise do caso é possível concluir que havia, pelo menos naquele momento, uma preocupação legítima com a segurança dos seus executivos, em especial com o diretor presidente da companhia. Entretanto, não tão legítima parece a tomada de decisão pelo *non-compliance* com a instrução CVM nº. 480, visto que a remuneração omitida foi justamente aquela percebida pelo executivo do mais alto escalão da companhia, sendo fornecidas as informações dos demais executivos.

Do presente estudo e com o auxílio da teoria econômica é possível ao operador do direito a realização da análise econômica do *non-compliance* da companhia com a instrução CVM nº. 480. Através desta análise evita-se a visão reducionista, amparada puramente na teoria jurídica, de que o *non-compliance* da companhia se deve a suposta violação aos direitos de intimidade, privacidade e sigilo de dados bem como ao aumento dos riscos de segurança que estariam expostos os seus Executivos.

Da análise do caso do veto dos acionistas a proposta de remuneração da PDG pode-se auferir que houve um período em que é possível sugerir que o *non-compliance* da companhia com a instrução CVM nº. 480 tenha se dado por uma preocupação legítima com a segurança de seus executivos, em especial o Presidente da companhia. Isso porque apesar de ter omitido as informações de remuneração máxima e mínima da diretoria estatutária, amparada na decisão favorável ao IBEF/ RJ, a companhia comprometeu-se a disponibilizar tais informações aos seus acionistas sob a condição de sigilo. Esta poderia ser listada como a primeira das possíveis razões que motivaram o *non-compliance* da companhia com a instrução.

A esta motivação se seguem outras como a preocupação em expor aos seus acionistas as altas remunerações pagas pela companhia a seus executivos. A pesquisa realizada pelo IBGC¹⁰⁸ corrobora a tese de que as companhias que se utilizam da liminar concedida ao IBEF/ RJ, e posteriormente da sentença, para eximirem-se da divulgação das informações de remuneração pagam aos seus executivos salários acima dos de mercado. Essa situação se repete mesmo naquelas companhias que sequer foram capazes de gerar valor no período.

Do estudo do caso sob análise pode-se concluir que a elevada remuneração paga aos executivos da companhia, ainda que no enfrentamento de severa crise como a que antecedeu ao pedido de recuperação judicial sugere que a política de remuneração da companhia não está alinhada com a geração de valor.

Por fim, da análise do caso PDG Realty S.A de (não) evidenciação de remuneração de executivos, e em resposta ao problema de pesquisa, é possível sugerir que dentre as possíveis razões da companhia para o *non-compliance* com a

¹⁰⁸ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Remuneração dos Administradores*. 5. ed. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Remuneracao_2015_5edicao.PDF>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480, esteve, em determinado momento, a preocupação legítima com a segurança do seu principal executivo, ainda que a tomada de decisão não tenha se dado de forma legítima visto que a única remuneração preservada fora a da diretoria.

Entretanto, mais do que preocupados com a segurança de seu principal executivo, ao descumprir com a instrução CVM nº. 480 os administradores da companhia procuraram manter as informações sobre remuneração de executivos fora do conhecimento dos acionistas visto que as remunerações pagas aos executivos da companhia superam aquelas pagas pelo mercado.

Por fim, foi possível auferir ainda que a política de remuneração da companhia pode não estar alinhada com a geração de valor, visto que mesmo enfrentando severa crise, conforme denota-se do pedido de recuperação judicial do grupo PDG, a companhia pagou aos seus executivos nos anos que antecederam o pedido de recuperação judicial elevadas e crescentes remunerações.

5.2 O CASO BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A DE (NÃO) EVIDENCIAÇÃO DE REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Amparada pela liminar¹⁰⁹ obtida pelo IBEF/ RJ e posteriormente pela sentença¹¹⁰ proferida no mesmo processo, a BR Malls Participações S/A deixou de divulgar as informações de remuneração individual máxima, mínima e média do Conselho de Administração, da Diretoria Estatutária e do Conselho Fiscal nos Formulários de Referência apresentados nos anos de 2010 a 2016. Já no formulário

¹⁰⁹ Item não divulgado em razão de medida liminar concedida nos autos da ação ordinária nº 2010.51.01.002888-5, pelo MM. Juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro ao IBEF/RJ, ao qual a Companhia e executivos vinculados a ela são associados. A liminar em questão permanece em vigor por força de decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça, na MC 17350–RJ. BR MALLS participações S/A. *Formulário de Referência 2014*. p. 260. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2013>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹⁰ Cabe ressaltar que a informação não foi disponibilizada por força da sentença de 1ª instância concedida nos autos da ação ordinária nº 2010.51.01.002888-5, pelo MM. Juízo da 5ª Vara da Justiça Federal do Rio de Janeiro ao IBEF/RJ, especialmente por motivos relacionados à segurança dos membros da administração da Companhia. No entanto, é importante esclarecer que tanto a Companhia quanto seus Diretores acreditam que seus acionistas devem sim ter acesso a tais informações, desde que mantenham sigilo acerca das mesmas. Neste sentido, tais documentos podem ser requeridos pelos acionistas da Companhia, nos termos apontados na Proposta de Remuneração Global dos Administradores apresentada para deliberação das matérias constantes da ordem do dia da AGO/E de 2014. BR MALLS participações S/A. *Formulário de Referência 2014*. p. 260. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2013>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

de referência 2017 entregue à CVM, a companhia divulgou as informações de remuneração em *compliance* com a Instrução CVM nº. 480/2009. Apesar de contrária a regra de evidenciação de remuneração de executivos, a BR Malls encontra-se listada no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, segmento reservado as companhias que seguem o mais elevado padrão de governança corporativa.

Esta situação começou a mudar quando na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada na sede da Companhia em 29 de abril de 2016, os acionistas rejeitaram por maioria a proposta de remuneração dos seus executivos. A rejeição dos acionistas a proposta da companhia para a remuneração de executivos era o sinal emitido pelos investidores de que mudanças precisavam ser feitas.

Dentre os assuntos em pauta para deliberação naquela oportunidade estava: “Fixar o montante máximo global da remuneração dos administradores da Companhia para o exercício social de 2016”.¹¹¹ Todavia, em deliberação assemblear:

Os acionistas rejeitaram, por maioria, a Proposta da Administração para a remuneração global anual dos administradores da Companhia; tendo sido registrados 82.718.833 votos a favor, 181.956.378 votos contrários e 37.170.610 abstenções.¹¹²

A ampla rejeição ao pacote de remuneração dos administradores da companhia para o exercício social de 2016 foi a resposta dada pelos acionistas a posição da companhia que, amparada nas decisões judiciais obtidas pelo IBEF/ RJ, jamais divulgou as informações de remuneração nos termos da Instrução CVM nº480.

Um dos questionamentos de acionistas em relação à companhia envolve valores pagos à diretoria e ao conselho de administração, considerando que, historicamente, a remuneração da diretoria estaria em cerca de 40% acima da média de seus concorrentes de capital aberto. Sobre estas questões, a empresa costuma repetir que remunerações passadas foram

¹¹¹ BR MALLS participações S/A. Ata da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada em 29 de abril de 2016. p. 2. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹² BR MALLS participações S/A. Ata da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada em 29 de abril de 2016. p. 5. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

aprovadas em assembleia, com apoio da maioria dos acionistas.¹¹³ (grifo da autora)

A julgar pelos resultados encontrados pela pesquisa¹¹⁴ realizada pela Consultoria PWC em conjunto com a Fundação Getulio Vargas, assiste razão aos acionistas quanto aos questionamentos levantados. Segundo este estudo:

A remuneração executiva nas empresas brasileiras não está alinhada com resultados financeiros que geram valor e trazem retorno aos acionistas, segundo um estudo da consultoria PWC e da Fundação Getulio Vargas (FGV) com 134 companhias de capital aberto. A maioria delas (76%) não registrou geração de valor e teve queda no lucro líquido, mas ainda assim aumentou a remuneração fixa e variável de seus altos executivos.¹¹⁵

Dando continuidade à assembleia geral após a rejeição da proposta de remuneração apresentada pela Companhia:

A acionista DYL Empreendimentos e Participações Ltda. apresentou manifestação de voto contendo proposta de remuneração global anual dos administradores da Companhia na qual a remuneração variável proposta pela Administração da Companhia seria reduzida em 7,5%, nos termos da manifestação da referida acionista, a qual foi devidamente recebida, numerada, autenticada e arquivada na sede da Companhia. Posta em votação, a referida proposta de remuneração apresentada na Assembleia foi aprovada, por maioria, tendo sido registrados 97.002.252 votos a favor, 8 votos contrários e 206.653.630 abstenções. Desta forma, a remuneração global anual dos administradores foi fixada pelo somatório (i) do montante de R\$ 31.084.321,10, a ser pago em dinheiro (remuneração fixa, variável, entre outros) e (ii) o montante de R\$ 9.022.480,00, que não representa desembolso de caixa para a Companhia no exercício de 2016, referente ao Plano de Opção de Compra de Ações da Companhia, totalizando, assim, o valor de até R\$40.106.801,10.¹¹⁶

Foi a primeira vez em que os acionistas da maior empresa de shopping centers do Brasil aprovaram, em assembleia geral, a redução na remuneração variável dos Executivos, uma decisão inédita desde a abertura de capital da BR

¹¹³ MATTOS, Adriana. Acionistas da BR Malls rejeitam remuneração. *Valor Econômico*. São Paulo, 05 de maio de 2016. Disponível em: <<http://www2.valor.com.br/empresas/4550067/acionistas-da-br-malls-rejeitam-remuneracao>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹⁴ ARCOVERDE, Letícia. Executivos ganham mais do que empresas. *Valor Econômico*. São Paulo, 07 de abril de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/carreira/4514302/executivos-ganham-mais-que-empresas>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹⁵ Ibid.

¹¹⁶ BR MALLS participações S/A. *Ata da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada em 29 de abril de 2016*. Disponível em: <http://ri.br malls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Malls.¹¹⁷ A insurgência dos acionistas quanto ao pacote de remuneração proposto pela companhia ainda teria novos desdobramentos.

Na reunião do Conselho de Administração realizada em 20 de dezembro de 2016 foi comunicada a contratação da empresa Willis Towers Watson para avaliação do modelo de remuneração da diretoria executiva. O Presidente do Comitê de remuneração Mauro Rodrigues da Cunha fez a apresentação da proposta de política de remuneração. A proposta da administração sobre remuneração que seria deliberada na Assembleia Geral Ordinária de 2017 levaria em consideração a nova política de remuneração aprovada. Foi asseverado ainda que, no que se refere à divulgação no Formulário de Referência da Remuneração Individual Máxima, Mínima e Média por administradores, a Companhia passará a divulgar as informações dos anos de 2016 e 2017.¹¹⁸

Com a aprovação de um novo modelo de remuneração e a revisão da política de divulgação de informações de remuneração dos altos executivos a companhia atendia a um antigo anseio dos acionistas e dava início as mudanças no sentido de cumprimento com a Instrução CVM nº. 480/ 2009.

A mudança de posicionamento da BR Malls inaugurou uma série de outras alterações na empresa. Aparentemente contrariado com a mudança de postura da companhia diante do *disclosure* de remuneração, em 11 de janeiro de 2017, Carlos Medeiros Silva Neto apresentou sua carta de renúncia ao cargo que ocupava no Conselho de Administração da companhia.

Após dez anos à frente da BR Malls, o Sr. Carlos Medeiros Silva Neto renunciou também ao cargo que ocupava como Diretor Presidente, sendo eleito para o cargo o Sr. Ruy Kameyama. O novo Diretor Presidente indicado pelo Conselho de Administração da companhia possui dez anos de empresa, e já passou pelas áreas de M&A e Operações e Comercial. Nos últimos oito anos, ocupou o cargo de Diretor Executivo de Operações.

Em maio de 2017 a Companhia entregou a CVM o Formulário de Referência 2017. Já sob a direção de Ruy Kameyama, o documento entregue a Comissão de

¹¹⁷ MATTOS, Adriana. Acionistas da BR Malls rejeitam remuneração. Valor Econômico. São Paulo, 05 de maio de 2016. Disponível em: <<http://www2.valor.com.br/empresas/4550067/acionistas-da-br-malls-rejeitam-remuneracao>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹¹⁸ BR MALLS participações S/A. *Ata de Reunião do Conselho de Administração realizada no dia 20 de dezembro de 2016*. p. 2-3. Disponível em: <http://ri.brmails.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Valores Mobiliários traz os dados de remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração e da diretoria estatutária referente aos exercícios de 2014, 2015 e 2016 conforme pode ser observado no quadro abaixo:

13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal

Valores anuais

	Diretoria Estatutária			Conselho de Administração		
	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Nº de membros	5,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Nº de membros remunerados	5,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Valor da maior remuneração(Reais)	27.170.268,35	33.526.515,99	45.982.701,47	158.539,73	110.880,00	110.880,00
Valor da menor remuneração(Reais)	1.787.302,10	851.551,20	1.094.134,66	70.839,69	100.800,00	110.800,00
Valor médio da remuneração(Reais)	7.224.604,74	6.414.514,66	8.696.000,58	110.008,55	109.897,00	103.680,00

Figura 06: BR Malls S/A¹¹⁹

A renúncia do antigo Diretor Presidente aos cargos que ocupava tanto na diretoria como no conselho de administração, exatamente no momento em que era aprovada a divulgação das informações de remuneração de administradores chama a atenção para questões sobre o processo de tomada de decisão das companhias no tocante ao *non-compliance* com a regra de evidenciação obrigatória. O descumprimento com a instrução teria sido iniciativa dos acionistas ou do (s) próprio (s) interessado (s) em omitir tais informações?

Ao comparar o posicionamento da companhia em relação a divulgação da remuneração de executivos com a conduta adotada por outra gigante de shopping centers no Brasil, a Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A, tem-se que ao contrário da BR Malls a Multiplan vem mantendo uma conduta de *compliance* com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480 e sistematicamente divulga as informações de remuneração de seus executivos como é possível se observar do quadro abaixo:

¹¹⁹ BR MALLS. BR Malls Participações S/A. *Formulário de Referência 2017*. p. 226. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

13.11 - Remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal

Valores anuais

	Diretoria Estatutária			Conselho de Administração		
	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Nº de membros	5,00	5,00	5,00	7,00	7,00	7,00
Nº de membros remunerados	5,00	5,00	5,00	3,00	3,00	4,00
Valor da maior remuneração(Reais)	10.940.573,59	9.568.995,56	7.855.105,37	720.000,00	600.000,00	800.233,94
Valor da menor remuneração(Reais)	3.803.601,66	3.654.081,99	3.446.088,53	360.000,00	360.000,00	360.000,00
Valor médio da remuneração(Reais)	6.157.391,74	5.751.072,98	5.174.184,59	480.000,00	450.021,05	508.955,70

Figura 07: Multiplan Empreendimentos Imobiliários S/A.¹²⁰

Ao analisar o posicionamento da Multiplan Empreendimentos S/A diante da compulsoriedade de divulgação das informações de remuneração de executivos tem-se que a companhia nunca se utilizou das decisões judiciais favoráveis ao IBEF/RJ para eximir-se da obrigação de divulgação das informações de remuneração e também não sofreu rejeição de propostas de remuneração dos seus executivos.

Ao comparar a remuneração paga pela Multiplan Empreendimentos com aquela paga pela BR Malls ao longo dos 3 (três) últimos anos é possível perceber que a diferença de valores pagos pela BR Malls, como foi referido pelos seus acionistas, em algumas oportunidades ultrapassa em muito os 40% acima da remuneração de mercado paga pelos seus concorrentes de capital aberto.

Essa diferença fica ainda mais evidente na comparação do valor da maior remuneração paga pela BR Malls a diretoria estatutária no ano de 2014 que alcançou a expressiva quantia de R\$ 45.982.701,47 (quarenta e cinco milhões novecentos e oitenta e dois mil setecentos e um reais e quarenta e sete centavos) enquanto que a sua concorrente de capital aberto Multiplan Empreendimentos no mesmo ano divulgou o valor da maior remuneração paga a diretoria estatutária no montante de R\$ 7.855.105,37 (sete milhões oitocentos e cinquenta e cinco mil cento e cinco reais e trinta e sete centavos).

¹²⁰ MULTIPLAN. Multiplan Empreendimentos Imobiliários S/A. *Formulário de Referência 2017*. p. 315. Disponível em: <<http://ri.multiplan.com.br/ptb/1920/FR%20Multiplan%202017%20v2.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

Essa comparação dos valores pagos pela BR Malls com aqueles pagos pela sua concorrente de capital aberto somente foi possível após a mudança de posicionamento da BR Malls com relação ao *non-compliance* com a instrução CVM nº. 480. E desta comparação foi possível perceber que somente no ano de 2014 a maior remuneração paga pela BR Malls a diretoria estatutária foi aproximadamente 6 (seis) vezes maior que a maior remuneração paga pela sua concorrente que não faz uso das decisões judiciais favoráveis ao IBEF/ RJ para eximir-se da obrigação de divulgação de remuneração.

A mudança de posicionamento da BR Malls com relação a compulsoriedade de divulgação de informações de remuneração nos termos da instrução CVM nº. 480 e a renúncia do seu diretor presidente aos cargos que ocupava no conselho de administração e na diretoria após a mudança de postura da companhia pelo *compliance* com a instrução chama a atenção para as reais razões do *non-compliance* com a regra de evidenciação ao longo dos últimos anos.

Esta situação sugere que por trás da inconformidade da companhia com a compulsoriedade de divulgação de remuneração de executivos está o interesse dos executivos em não levar ao conhecimento dos acionistas o quanto ganham. Além disso, a postura adotada pelo diretor presidente da companhia indica que a opção pelo *non-compliance* de remuneração pode ter sido uma escolha individual deste no exercício do cargo de diretor presidente. Isso porque o anúncio da mudança de posicionamento da companhia em relação a evidenciação de remuneração se seguiu da renúncia do seu diretor presidente aos cargos que ocupava na diretoria e conselho de administração da companhia, aparentemente contrariado com a decisão de divulgar as informações de remuneração.

A par destas situações e atento ao comportamento das companhias quanto a obrigatoriedade de divulgação das informações de remuneração de executivos, recentemente o Investidor e especialista em Governança Corporativa Renato Chaves formalizou um pedido de investigação a Comissão de Valores Mobiliários. Em seu pedido de investigação a CVM o Investidor questiona se haveria conflito de interesse nas companhias que não divulgam as informações de remuneração de executivos. Para ele:

O que está em jogo é se a iniciativa de omitir a informação partiu dos próprios interessados em manter seu sigilo. (...) Para Chaves, a falta de informação sobre o processo que levou à adoção da liminar impede os

investidores de verificar se houve conflito de interesse dos administradores: "(...) a não apresentação das informações no formato exigido pela ICVM 480 serviria para proteger única e exclusivamente os interesses dos CEOs e demais executivos, além dos presidentes dos conselhos de administração, comumente detentores das maiores remunerações nas empresas, como podemos depreender da leitura da argumentação jurídica do IBEF-RJ", diz no documento enviado à CVM.¹²¹

Situações como estas sinalizam que não só os acionistas da companhia como também os investidores na Bolsa de Valores estão atentos e questionando ativamente o comportamento manifestado pelas Companhias que insistem em descumprir com a Instrução CVM nº 480 e omitem do próprio acionista quanto ganham seus principais executivos. A julgar pelos resultados encontrados por uma pesquisa¹²² realizada periodicamente pela Fundação Getulio Vargas em conjunto com a Consultoria PWC assiste razão a desconfiança do investidor.

Executivos ganham mais do que empresas¹²³. Foi o que demonstrou um recente estudo realizado pela Consultoria PWC e Fundação Getulio Vargas (FGV) que analisou 143 empresas que compõe o Índice de Governança Corporativa – IGC. A pesquisa encontrou resultados que demonstram que a maioria das empresas (76%) apresenta evolução negativa do VEC (valor econômico criado) no período apesar do aumento na remuneração dos executivos.¹²⁴ Os resultados encontrados pela pesquisa podem ser melhor visualizados na figura conforme segue:

¹²¹ DURÃO, Mariana. CVM apura se há conflito de interesse em companhias que não divulgam remuneração. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 05 de abril de 2017. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,cvm-apura-se-ha-conflito-de-interesse-em-companhias-que-nao-divulgam-remuneracao,70001727956>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹²² PWC. PricewaterhouseCoopers; FGV. Fundação Getulio Vargas. *Remuneração Executiva e Geração de Valor*. Práticas e Resultados das Empresas do Índice IGC da Bovespa. 2. Ed. Abril de 2016. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/2016/pwc-remuneracao-executiva-geracao-valor-16.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹²³ ARCOVERDE, Letícia. Executivos ganham mais do que empresas. *Valor Econômico*. São Paulo, 07 de abril de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/carreira/4514302/executivos-ganham-mais-que-empresas>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

¹²⁴ PWC. PricewaterhouseCoopers; FGV. Fundação Getulio Vargas. *Remuneração Executiva e Geração de Valor*. Práticas e Resultados das Empresas do Índice IGC da Bovespa. 2. Ed. Abril de 2016. p. 7. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/2016/pwc-remuneracao-executiva-geracao-valor-16.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

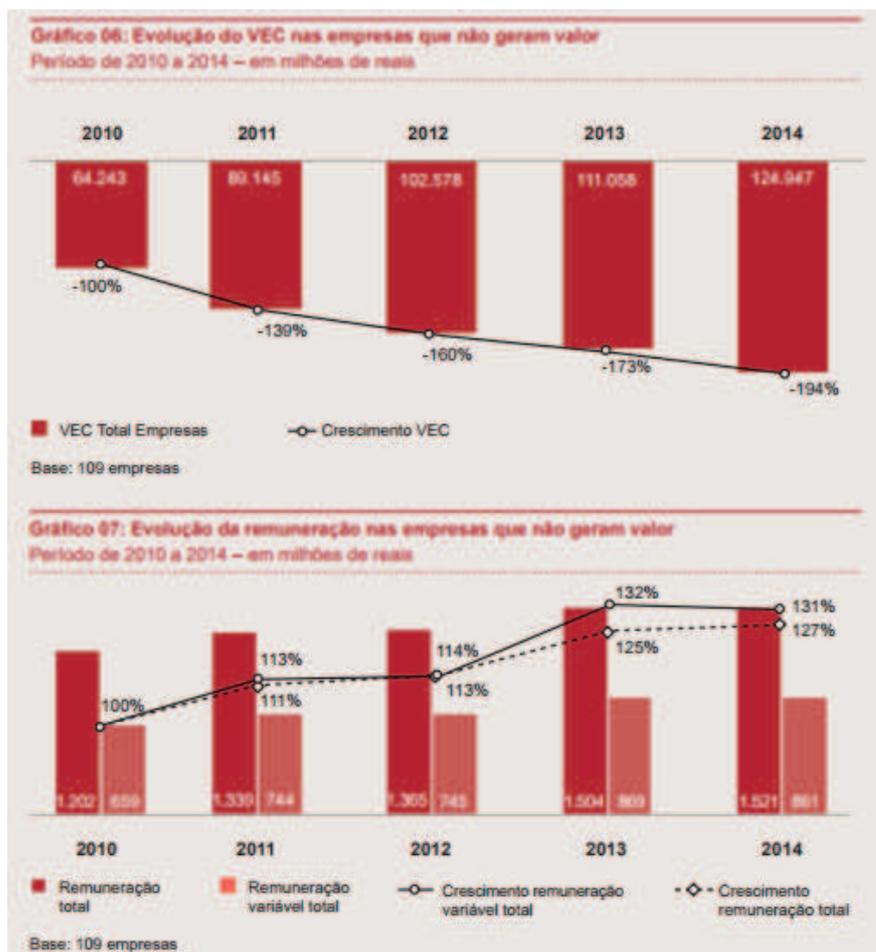


Figura 08: Remuneração Executiva e Geração de Valor¹²⁵

A resistência das companhias em divulgar as informações de remunerações máximas, mínimas e médias de seus executivos sob o argumento de que o subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480 fere o direito constitucional a privacidade e intimidade e eleva os riscos com a segurança dos seus principais executivos e suas famílias tem perdido força nos últimos anos conforme denota-se dos casos sob análise.

Isso porque ainda que a privacidade e intimidade sejam direitos de todos os cidadãos protegidos constitucionalmente, estes não representam direitos absolutos, podendo ser relativizados quando outros interesses coletivos merecerem especial proteção. Neste sentido, o interesse coletivo conferido pelo art. 192 da CF/88 ao Sistema Financeiro Nacional, representa por si só fundamento suficiente a justificar

¹²⁵ PWC. PricewaterhouseCoopers; FGV. Fundação Getulio Vargas. Remuneração Executiva e Geração de Valor. Práticas e Resultados das Empresas do Índice IGC da Bovespa. 2. Ed. Abril de 2016. p. 9. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/2016/pwc-remuneracao-executiva-geracao-valor-16.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

a relativização dos direitos a privacidade e intimidade dos executivos sem que isso represente violação a estes direitos. Estes apenas concedem passagem a um direito coletivo de maior envergadura.

A análise do caso sugere que mais do que preocupados com a suposta violação ao direito constitucional a privacidade e intimidade dos seus executivos, ao fazer uso das decisões judiciais favoráveis ao IBEF/ RJ para eximir-se da obrigação de divulgar as informações máximas, mínimas e médias de remunerações, os executivos da BR Malls estavam preocupados em divulgar aos acionistas e ao mercado o quanto ganhavam. Isso porque a remuneração paga pela companhia aos executivos em determinadas oportunidades foi até 6 vezes maior do que a remuneração paga pela sua concorrente de capital aberto no mercado.

Sob a guarida do direito à privacidade e intimidade bem como alicerçadas na assimetria informacional e teoria de agência as companhias podem estar causando prejuízos aos acionistas minoritários com pouco ou nenhum poder de voto. É o que sugere a análise do caso da BR Malls.

Em que pese a preocupação com privacidade, intimidade e segurança externada na ação movida pelo IBEF/ RJ seja legítima, o estudo do caso da BR Malls demonstra que a utilização das decisões favoráveis ao IBEF/ RJ por determinadas companhias pode não guardar a mesma legitimidade, uma vez que sob a tutela do direito à privacidade executivos de companhias tendem a perseguir e maximizar a sua própria riqueza e bem-estar pessoal, ainda que a companhia não gere valor aos acionistas.

Por fim, da análise do caso BR Malls Participações S/A de (não) evidenciação de remuneração de executivos, e em resposta ao problema de pesquisa, é possível sugerir que dentre as possíveis razões da companhia para o *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480, estão as elevadas remunerações pagas a seus executivos, sobretudo ao seu Diretor Presidente, remuneração máxima paga a diretoria estatutária da companhia.

Esta afirmação sugere que sob a tutela do direito à privacidade e intimidade a companhia defende a preocupação com a privacidade e segurança dos seus executivos quando em verdade a utilização das decisões judiciais favoráveis ao IBEF/ RJ pode estar servindo a um fim menos legítimo: encobrir as reais possíveis razões para o *non-compliance* da companhia com a regra de evidenciação.

A companhia pode estar omitindo dos acionistas o quanto paga a seus principais executivos a fim de que tais valores não sejam por eles questionados uma vez que a remuneração paga aos seus executivos supera em muitas vezes aquela paga pela sua concorrente de capital aberto Multiplan.

Da pesquisa desenvolvida, além de encontrar o que se chamou de possíveis razões para o *non-compliance* das companhias analisadas com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº 480 ainda foi possível auferir que além de uma motivação subentendida no *non-compliance* da companhia, a tomada de decisão pelo descumprimento com esta regra de evidenciação também esconde como se deu o processo decisório que culminou com a omissão dos dados de remuneração de executivos.

Além disso, uma compilação que tem origem nas informações publicadas de forma organizada no Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas 2017-2018 da Revista Capital Aberto (dados dos Formulários de Referência de 2016), com um universo das 100 empresas mais negociadas na bolsa brasileira revela o quanto os pacotes de remuneração consomem do Ebitda das companhias:

COMPANHIA	REMUNERAÇÃO	EBITDA	RELAÇÃO	ANO ANTERIOR
Ambev	R\$ 57.865.281	15.971.040.000	0,36%	0,37%
BRMalls	R\$ 36.893.084	256.474.000	14,38%	3,16%
Multiplan	R\$ 32.226.959	810.797.000	3,97%	3,85%
BRF	R\$ 50.181.818	1.815.200.000	2,76%	1,88%
Grendene	R\$ 6.646.614	457.472.000	1,45%	1,26%
Lojas Renner	R\$ 30.476.839	1.286.951.000	2,37%	3,08%
Randon	R\$ 11.436.505	142.717.000	8,01%	5,07%
Gerdau	R\$ 4.580.139	4.049.000.000	0,11%	0,16%
Totvs	R\$ 30.847.473	343.917.000	8,97%	5,22%
Linx	R\$ 10.077.235	124.491.000	8,09%	5,02%

Figura 09: <http://www.blogdagovernanca.com>¹²⁶

¹²⁶ BLOG DA GOVERNANÇA. Quanto a Administração “consome” do EBITDA/LAJIDA?. Disponível em: <http://www.blogdagovernanca.com/2017/10/quanto-administracao-consome-do.html>. Acesso em 29 de dezembro de 2017.

Da análise da figura é possível perceber o quanto algumas remunerações consomem do que é gerado de recursos pela companhia. Da comparação já realizada entre o caso BRMalls e Multiplan tem-se que enquanto a remuneração paga aos seus executivos pela Multiplan consome 3,97% dos recursos gerados pela companhia, aquela paga pela sua concorrente de mercado BRMalls consome impressionantes 14,38% do ebitda da companhia. Tal situação reforça a ideia de desalinhamento entre a remuneração paga pelas companhias que se utilizam das decisões obtidas pelo IBEF/ RJ para eximirem-se da obrigação de evidenciação e aquelas que se mantêm em *compliance* com a regra da Instrução CVM nº. 480/2009.

Por fim, a análise do caso da BR Malls também indica que o processo decisório das companhias pelo *non-compliance* com a regra de evidenciação pode ter sido resultado do exercício de poder do seu diretor presidente e não resultado de uma decisão tomada em conjunto com os acionistas, o que configuraria o conflito de interesses uma vez que a decisão pelo *non-compliance* pode ter partido daquele que teria o maior interesse no sigilo da informação de remuneração, pois a sua própria remuneração pode ser facilmente auferida do *compliance* com a regra de *disclosure* obrigatório.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho desenvolvido teve como objetivo realizar a análise econômica do *non-compliance* de divulgação de remuneração de executivos no Brasil a partir da Instrução CVM nº 480/ 2009 que impõe as companhias listadas o dever de divulgar as informações sobre a remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, diretoria e conselho fiscal. A análise proposta foi desenvolvida através do estudo de caso múltiplo de *non-compliance* com a regra de evidenciação de remuneração. Para tanto, a pesquisa inicial buscou localizar dentre as companhias listadas na BM&FBovespa aquelas que em algum momento sofreram a rejeição de proposta de remuneração de seus executivos e então mudaram de postura diante da regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480/ 2009.

A pesquisa teve como ponto de partida a evidenciação de remuneração executiva. Foram abordados o contexto regulatório e as regulamentações vigentes

nos EUA e no Brasil. A verificação da regulamentação se seguiu da análise da teoria jurídica sobre o direito à privacidade e intimidade. Foi possível compreender a evolução dos direitos de personalidade de uma visão mais tradicional até a visão econômica empregada por Richard Posner.

Pela crença na contribuição da teoria econômica a análise das consequências de uma norma jurídica, destinou-se um tópico especial a apresentação de fundamentos de microeconomia tais como assimetria de informações, teoria de agência e expropriação de minoritários, conceitos estes importantes para se compreender as possíveis razões para o *non-compliance* das companhias, ocultas por trás do argumento de suposta violação ao direito à privacidade e intimidade.

O prévio conhecimento da teoria econômica possibilitou a identificação das possíveis razões das Companhias analisadas para o *compliance* ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da Instrução CVM nº 480. E assim, a resposta ao problema de pesquisa pôde ser encontrada na verificação dos casos submetidos a análise na pesquisa desenvolvida e no contraponto feito com a teoria econômica e o direito constitucional a privacidade e intimidade.

O estudo de caso múltiplo se deu através da apresentação dos casos PDG Realty S/A e BR Malls Participações S/A de (não) evidenciação de remuneração de executivos e da verificação do contexto no qual as companhias sofreram a rejeição das propostas de remuneração e qual a postura adotada diante de tal situação.

Da análise do caso PDG Realty e da pesquisa nos formulários de referência apresentados pela companhia ao longo dos anos verificou-se que a companhia divulgava apenas parcialmente as informações de remuneração de executivos, omitindo as informações sobre o valor da maior e da menor remuneração individual paga a diretoria estatutária. Entretanto, ao ser surpreendida com a rejeição dos acionistas a proposta de remuneração, a companhia precisou assumir o compromisso de divulgar tais informações aos seus acionistas, ainda que sob a condição de sigilo por parte destes.

Com o compromisso assumido pela companhia os acionistas aprovaram a remuneração dos executivos nos exatos termos em que inicialmente proposto pela companhia. A omissão dos dados de remuneração e posterior divulgação aos acionistas mediante sigilo sugere que, naquele momento, existia uma preocupação legítima com a preservação da privacidade e intimidade dos seus executivos. Reforça essa ideia o fato de que após revelada esta informação aos acionistas a

proposta de remuneração da companhia foi aprovada nos exatos termos em que inicialmente proposto.

Entretanto, a solução encontrada pelos executivos da PDG Realty S/A resolve apenas parcialmente o problema, vez que ao divulgar as informações de remuneração de executivos somente aos seus acionistas a companhia não corresponde as expectativas de potenciais investidores interessados em investir nos papéis da companhia. A não divulgação desta importante informação pode ser fator determinante na tomada de decisão do potencial investidor por investir ou não na companhia.

Ao apresentar o formulário de referência 2016 a companhia divulgou as informações de remuneração para os 3 últimos exercícios sociais. Atualmente a companhia encontra-se em processo de recuperação judicial com um passivo conhecido de R\$ 6.200.000.000,00 (seis bilhões e duzentos milhões de reais).

A análise das informações de remuneração divulgadas pela PDG revela que a política de remuneração da companhia pode não estar alinhada com a geração de valor, visto que mesmo enfrentando severa crise, conforme denota-se do pedido de recuperação judicial do grupo PDG, a companhia pagou aos seus executivos nos anos que antecederam ao pedido de recuperação judicial elevadas e crescentes remunerações.

Por fim, em resposta ao problema de pesquisa foi possível concluir que a hipótese inicial fora parcialmente confirmada uma vez que dentre as possíveis razões para o *non-compliance* da companhia com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480 estão, pelo menos em determinado momento, uma preocupação legítima com a proteção à privacidade, intimidade e segurança dos seus executivos. Entretanto, da divulgação das informações de remuneração do período imediatamente anterior ao pedido de recuperação judicial é possível concluir que a política de remuneração da companhia não estava alinhada com a geração de valor, pois mesmo enfrentando severa crise econômico financeira a companhia pagou elevadas e crescentes remunerações aos seus principais executivos, o que sugere uma possível expropriação de minoritários através do pagamento de elevadas remunerações aos executivos da companhia.

Resultados semelhantes puderam ser encontrados da análise do caso da BR Malls participações. Amparada pelas decisões judiciais favoráveis ao IBEF/ RJ a

companhia jamais havia divulgado as informações de remuneração de executivos nos termos do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480/ 2009.

Entretanto no ano de 2016 ao levar a votação em assembleia o pacote de remuneração dos seus executivos a companhia foi surpreendida pela maciça rejeição dos acionistas a remuneração global proposta para aquele ano. Foi apresentada uma proposta alternativa de remuneração por um dos seus acionistas que reduzia os valores sugeridos pela companhia a título de remuneração. Colocada em votação a proposta alternativa obteve a aprovação da maioria dos acionistas. Este seria o início das mudanças na BR Malls Participações.

Com a rejeição dos acionistas a proposta de remuneração inicialmente apresentada a companhia precisou revisar sua política de remuneração e para tanto contratou uma consultoria especializada de mercado. Houve mudança também na postura da companhia diante da regra de evidenciação. Ao noticiar a sua nova política de remuneração a companhia também informou que passaria a divulgar as informações de remuneração nos termos da instrução CVM nº. 480/ 2009.

Após a mudança de postura da companhia diante da evidenciação de remuneração, e aparentemente contrariado com a decisão de divulgar tais informações, o diretor presidente da BR Malls Participações apresentou a sua carta de renúncia aos cargos que ocupava no conselho de administração e diretoria estatutária.

Com a divulgação das informações de remuneração no formulário de referência apresentado no ano de 2017 foi possível compreender as reais razões para o *non-compliance* da companhia. As remunerações pagas pela companhia aos seus executivos no período analisado estavam muito acima daquelas pagas no mesmo período por outras companhias de capital aberto pertencentes ao mesmo segmento de mercado e consumiam aproximadamente 14,38% do ebitda da empresa. Em determinado momento o valor da maior remuneração paga pela BR Malls Participações a diretoria executiva chegou a ser 6 (seis) vezes maior do que a remuneração paga no mesmo período por outra gigante de shopping centers no Brasil. Neste caso, a hipótese inicial não se confirmou, pois o *non-compliance* da companhia com a regra de evidenciação se deu por outras razões que não pela proteção aos direitos da privacidade e intimidade dos seus executivos.

O problema de pesquisa que o presente trabalho procurava responder era compreender quais as possíveis razões das companhias analisadas para o

compliance ou *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480/ 2009. A hipótese de pesquisa era de que o *non-compliance* das companhias se dava porque a regra do subitem 13.11 supostamente violaria o direito a intimidade e privacidade dos executivos.

Do estudo de caso realizado foi possível concluir que a hipótese inicial se confirmava apenas parcialmente como solução ao problema de pesquisa proposto. Sob a tutela da proteção ao direito constitucional a privacidade e intimidade as companhias que fazem uso das decisões favoráveis ao IBEF/ RJ resguardam situações não tão legítimas assim.

Houve um determinado momento em que é possível afirmar que o descumprimento das companhias analisadas com a regra de evidenciação de remuneração se deu de fato por uma preocupação com o respeito aos direitos constitucionais a privacidade, intimidade e sigilo de dados dos executivos.

Entretanto, sobressai do estudo o fato de que sob a justificativa legítima de proteção ao direito à privacidade e intimidade as companhia ocultavam as reais razões do *non-compliance* com a regra do subitem 13.11 da instrução CVM nº. 480. As companhias que não divulgam as informações de remuneração pagam aos seus executivos salários muito maiores do que aqueles pagos por seus concorrentes de capital aberto no mercado, o que sugere que a política de remuneração destas companhias pode estar ocasionando a expropriação dos acionistas minoritários e consumindo porcentagens muito maiores do que as aceitáveis do que é gerado de recursos pela companhia.

Ao encontrar a solução para o problema de pesquisa proposto no presente trabalho surgiram novas indagações que não fazem parte do objeto deste estudo, mas que se revelam igualmente interessantes para pesquisas futuras. Do estudo de caso da BR Malls Participações e da renúncia do seu diretor presidente aos cargos que ocupava acerca de 10 anos tanto no conselho de administração quanto na diretoria estatutária, justamente quando a companhia aprovou a mudança de postura diante da obrigatoriedade de divulgação das informações de remuneração de executivos, surgem questionamentos sobre o processo de tomada de decisão das companhias pelo *compliance* ou *non-compliance* com a instrução CVM nº. 480.

A renúncia do diretor presidente da companhia, principal executivo beneficiado com o *non-compliance* com a regra de evidenciação de remuneração suscita dúvidas sobre o processo de tomada de decisão das companhias por não

divulgar tais informações. Esta decisão seria resultado de um processo de tomada de decisão colegiado ou objeto de imposição da força dos executivos beneficiados com o *non-compliance*, em aparente conflito de interesses? Tais questionamentos surgem como sugestão para pesquisas futuras.

Ao concluir esta pesquisa foi possível identificar as possíveis razões econômicas das companhias analisadas para o *non-compliance* com a instrução CVM nº. 480/ 2009, evitando-se assim a visão reducionista de que o *non-compliance* das companhias se deve a suposta violação aos direitos constitucionais da privacidade e intimidade.

Ademais, ainda que o *non-compliance* das companhias fosse resultado da suposta violação ao direito à privacidade e intimidade dos seus executivos, o disposto no art. 192 da CF/88 seria o fundamento normativo a validar a divulgação das informações de remuneração de executivos nos termos em que proposto pela Instrução CVM nº. 480/2009. Segundo o referido dispositivo legal, estaríamos diante de uma situação na qual o interesse coletivo, que é garantido constitucionalmente ao Sistema Financeiro Nacional, autorizaria a relativização do direito constitucional a privacidade e intimidade dos executivos. Um caso típico onde o direito individual a privacidade e intimidade cederia passagem ao interesse coletivo de um Sistema Financeiro Nacional estruturado e bem desenvolvido.

Ao lançar luz para questões econômicas em análises jurídicas a presente pesquisa cumpre com os objetivos aqui elencados como prioritários e fornece ao leitor uma análise econômica que permite auferir mais do que questões puramente legais a motivar o cumprimento ou não dos agentes sociais com determinadas normas jurídicas. Assim, do convívio pacífico entre as ciências econômicas e jurídicas promove-se interferências positivas em ambas as searas, o que permite análises jurídicas cada vez mais globalizadas e próximas da realidade dos fatos.

REFERÊNCIAS

- ARCOVERDE, Letícia. Executivos ganham mais do que empresas. *Valor Econômico*. São Paulo, 07 de abril de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/carreira/4514302/executivos-ganham-mais-que-empresas.>> Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BITTAR, Carlos Alberto. *Os direitos da Personalidade*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.
- BLOG DA GOVERNANÇA. Quanto a Administração “consume” do EBITDA/LAJIDA?. Disponível em: <<http://www.blogdagovernanca.com/2017/10/quanto-administracao-consome-do.html>>. Acesso em 29 de dezembro de 2017.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Comentários do IBGC para Audiência Pública da Proposta de Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem – Novo Mercado e Nível 2 - BM&FBovespa*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Edital de audiência Pública*. Evolução dos segmentos especiais. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BR MALLS participações S/A. *Ata da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada em 29 de abril de 2016*. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BR MALLS participações S/A. *Ata de Reunião do Conselho de Administração realizada no dia 20 de dezembro de 2016*. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2016>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BR MALLS participações S/A. *Formulário de Referência 2014*. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2013>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.
- BR MALLS. BR Malls Participações S/A. *Formulário de Referência 2017*. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50863&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRANCO, Paulo Gustavo Gonet; MENDES, Gilmar Ferreira. *Curso de Direito Constitucional*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. *Pedido de suspensão de segurança nº 3.902*. Brasília, 8 de julho de 2009. Presidente Ministro Gilmar Mendes. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/SS3902.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRASIL. Lei n. 12.527, de 18 de novembro de 2011. *Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Agravo Regimental em Suspensão de Liminar e Sentença nº. 1.210*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Medida Cautelar nº. 17350/RJ*. Requerente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Requerido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Brasília. Relator: Ministro Castro Meira.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial n.º 1.417.609/RJ*. Recorrente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Recorrido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Brasília, 25 de maio de 2015. Relator: Ministro Og Fernandes.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Suspensão de Liminar e Sentença nº.1.210*. Requerente: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro. Requerido: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Brasília. Relator: Ministro César Asfor Rocha.

BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Agravo Regimental na Suspensão de Segurança nº 3902/SP*. Requerente: Município de São Paulo. Requerido: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, nos mandados de segurança nº 180.176-0/7-00 e 180.589-0/1-00. Brasília, 09 de junho de 2011. Relator Min. Ayres Britto. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=2688865>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *Recurso Extraordinário nº 902.752 RJ*. Recorrente: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Recorrido: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Brasília. Relatora: Ministra Carmen Lúcia. Disponível em:

<<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoPeca.asp?id=307840799&tipoApp=.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de agravo de instrumento nº. 0002742-54.2010.4.02.0000*. Agravante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Agravado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Rio de Janeiro, 08 de julho de 2010. Relator: Juiz Convocado Marcelo Pereira.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região). *Recurso de Apelação nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Apelante: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Apelado: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Relator: Desembargador Guilherme Diefenthaler.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Ação Ordinária com pedido de tutela antecipada nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Decisão da liminar – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Rio de Janeiro.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (2. Região; 5ª Vara Federal do Rio de Janeiro). *Sentença – Processo nº. 0002888-21.2010.4.02.5101*. Autor: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças/ RJ. Réu: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Juiz Federal: Firly Nascimento Filho. Rio de Janeiro, 17 de maio de 2013.

CARVALHAL, Raquel Lourenço do; BORDEAUX-RÊGO, Ricardo. *Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil*. Relatórios de pesquisa em Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, v. 10, n. 13, p. 1-11. Disponível em: <http://www.producao.uff.br/conteudo/rpep/volume102010/RelPesq_V10_2010_13.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

CARVALHO, Denise; TORRES, Fernando. Arrocho Salarial. *Valor Econômico*. São Paulo, 4 de maio de 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/885631/arrocho-salarial>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

COIMBRA, Marcelo de Aguiar; MANZI, Vanessa Alessi. (Org.). *Manual de Compliance: preservando a boa governança e a integridade das organizações*. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

COSTA, Cristiano Machado; GALDI, Fernando Caio; MOTOKI, Fabio; SANCHEZ, Juan Manuel. Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 43, p. 329-369, mar./apr. 2016.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de audiência pública nº 07/08*. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de análise SDM - Audiência Pública nº 07/2008*. p. 54–55. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorio.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Revisão final de minuta de instrução*. Edital de Audiência Pública nº 7, de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

DURÃO, Mariana. Consultorias pressionam empresas a divulgar remuneração de executivos. *O Estado de São Paulo*, mar. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,consultorias-pressionam-empresas-a-divulgar-remuneracao-de-executivos-imp-,1655187>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

DURÃO, Mariana. CVM apura se há conflito de interesse em companhias que não divulgam remuneração. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 05 de abril de 2017. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,cvm-apura-se-ha-conflito-de-interesse-em-companhias-que-nao-divulgam-remuneracao,70001727956>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

EUA. Estados Unidos da América. *Security Exchange Commission – Regulation S-K: (Item 402) Executive compensation*. Disponível em: <https://ecfr.io/Title-17/sp17.3.229.229_1400#se17.3.229_1402>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. *Revista Jurídica Luso Brasileira, Lisboa*, Ano 1, n. 5, p.1.025-1049, 2015.

GICO JUNIOR, Ivo. Introdução ao Direito e Economia. In: Timm, Luciano Benetti (Org.). *Direito e economia no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p.1 - 33.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 55. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa *Remuneração dos administradores*. 5. ed. São Paulo, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Pesquisa_Remuneracao_2015_5edicao.PDF>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

IBGC. *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

ISS. Institutional Shareholder Services. *Brazil Proxy Voting Summary Guidelines*. 2015 Benchmark Policy Recommendations. Dec. 2014. Disponível em:

<<https://www.issgovernance.com/file/policy/2015brazilvotingguidelines.pdf>> Acesso em: 06 de agosto de 2017.

JENSEN, Michael C; MECKLING William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976. p. 305-360. Disponível em: <http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=18976f1c-795d-11e7-bfd0-00000aab0f6b&acdnat=1501882821_48430c7d13b68cba285b5c5cd334c0b6>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

JUNIOR, Mario Engler Pinto. *Pesquisa jurídica no mestrado profissional*. São Paulo. p. 1-23. Disponível em: https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/arquivos/mario_engler_pinto_junior_pesquisa_juridica_no_mestrado_profissional_2a._versao_22_08_2016.pdf. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

LEUZ, Christian. VERRECCHIA , Robert E. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*. USA, v. 38. Supplement, p. 91-124, 2000.

MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. *Gestão & Regionalidade*, v. 31, n. 92, p. 4-24, mai./ago. 2015. Disponível em: <<http://repositorio.furg.br/bitstream/handle/1/5391/2088-10761-1-PB.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise econômica do direito*. 2. ed. Tradução de Rachel Sztajn. São Paulo: Atlas, 2015.

MATTOS, Adriana. Acionistas da BR Malls rejeitam remuneração. *Valor Econômico*. São Paulo, 05 de maio de 2016. Disponível em: <<http://www2.valor.com.br/empresas/4550067/acionistas-da-br-malls-rejeitam-remuneracao>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

MULTIPLAN. Multiplan Empreendimentos Imobiliários S/A. *Formulário de Referência 2017*. Disponível em: <<http://ri.multiplan.com.br/ptb/1920/FR%20Multiplan%202017%20v2.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Ata da assembleia geral extraordinária realizada em 28 de junho de 2011*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/PDG_Atta_AGE_28062011_sem_alteracao_estatutaria_junta.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Fato relevante: Pedido de recuperação judicial*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=417572F3-A399-4E50-96FE-532C42FD8E2D>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2009*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/arq_125_36130.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2011*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/FR_atualizado_final08112011port.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Formulário de Referência 2016*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32532&id=0&subm enu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações. *Proposta da administração para a assembleia geral ordinária de 26 de abril de 2011*. Disponível em: <<http://ri.pdg.com.br/arquivos/Proposta%20da%20administra%E7%E3o%20AGO%202011.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

PDG. PDG Realty S.A. *Empreendimentos e Participações. Proposta da administração para a assembleia geral ordinária de 28 de junho de 2011*. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/arquivos/Proposta_Administracao_PDG_AGE_062011.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

POSNER, Richard A. *A economia da Justiça*. São Paulo: Wmf Martins Fontes, 2010.

PRADO, Viviane Muller. Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito – UFPR*, Curitiba, vol. 61, n. 1, p. 247-272, jan./abr. 2016.

PWC. PricewaterhouseCoopers; FGV. Fundação Getulio Vargas. *Remuneração Executiva e Geração de Valor*. Práticas e Resultados das Empresas do Índice IGC da Bovespa. 2. Ed. Abril de 2016. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/2016/pwc-remuneracao-executiva-geracao-valor-16.pdf>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é Pesquisa em Direito e Economia? *Cadernos Direito GV*, vol. 5, n. 2, p. 1-58, mar. 2008. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2811/caderno%2520direito%252022.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

SCHREIBER, Anderson. *Direitos da Personalidade*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. p. 1-165. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Administração – Mestrado) – Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

STF, Superior Tribunal Federal. *STF divulgará remuneração paga a ministros e servidores*. Brasília, 22 de maio de 2012. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=208053&caixaBusca=N>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

STF. Supremo Tribunal Federal. *Presidente do STF permite divulgação de salários de servidores municipais de SP*. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=110745&caixaBusca=N>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

VALOR. Valor Econômico. *PDG consegue aprovar remuneração dos executivos*. Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-econ%C3%B4mico/20110630/282368331279200>>. Acesso em: 06 de agosto de 2017.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e método*. 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. A economia e o direito de propriedade. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. (Org.) *Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2005.