



INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO

MESTRADO EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVOS

STOCK OPTIONS: O caso particular da compensação dos altos executivos

RICARDO JOSÉ MORGADO MOREIRA

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças

ORIENTADOR: MESTRE CLÁUDIA MARIA FERREIRA PEREIRA LOPES

PORTO, 2011

MESTRADO EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

COMPENSAÇÃO DE EXECUTIVOS

STOCK OPTIONS: O caso particular da compensação dos altos executivos

RICARDO JOSÉ MORGADO MOREIRA

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças

ORIENTADOR: MESTRE CLÁUDIA MARIA FERREIRA PEREIRA LOPES

PORTO, 2011

Resumo

Esta dissertação tem como objectivo a apresentação das diversas variáveis existentes na compensação dos executivos, analisando para isso 60 empresas dos mercados de capitais de 5 países (Portugal, Espanha, Alemanha, Estados Unidos e Japão). O mercado português é o principal a ser analisado, no que diz respeito aos valores das diversas componentes da remuneração (fixa e variável) num período de três anos (2007, 2008 e 2009), o desempenho, a participação dos administradores, o nível do cumprimento das recomendações da CMVM, bem como da relação entre o valor da empresa e as remunerações.

Uma das principais características das empresas da nova economia (dinamismo dos mercados de capitais, volatilidades elevadas, valorização das acções das empresas de tecnologias de comunicação) é o facto de, em algumas delas o seu maior ponto forte ser o capital humano, pelo que medidas de compensação, nomeadamente através de distribuição de acções da empresa podem ajudar a fixar os melhores quadros.

Nas grandes empresas os accionistas não são os administradores, o que teoricamente, levanta problemas enquadráveis no âmbito da Teoria da Agência. Nesta problemática insere-se a teoria do *corporate governance* onde são analisadas formas de resolver os potenciais conflitos que podem decorrer desta separação devido aos objectivos dos accionistas e dos administradores não serem coincidentes.

Os administradores são, um grupo crucial de colaboradores da organização. Enquanto que os estes representam uma pequena percentagem dos colaboradores, representam por outro lado uma parte importante dos gastos da compensação, sendo então importante desenvolver um programa de compensação específico para este grupo.

Os resultados obtidos sugerem uma associação entre o desempenho da organização e a compensação do CEO positiva, concluindo assim que a compensação dos administradores está directamente relacionado com os resultados da empresa. A dimensão também é um factor, uma vez que empresas maiores, também atribuem maiores compensações.

Em Portugal terá que haver alguma reflexão sobre este tema (o que já está a existir), uma vez que os valores praticados no nosso país são muito elevados em comparação com os restantes países analisados.

Palavras-Chave: *Stock Options*, Compensação, Executivos, Participação dos Administradores, Desempenho, *Corporate Governance*, Alinhamento de interesses



Abstract

This thesis aims to present the various variables in executive compensation through analysis of 60 companies from capital markets of five countries (Portugal, Spain, Germany, USA and Japan). The Portuguese market is the main market where are analyzed with respect to the values of the various components of compensation (fixed and variable) over a period of three years (2007, 2008 and 2009), performance, managerial ownership, level of compliance with the CMVM's Recommendations, and the relationship between firm value and remuneration.

One fundamental characteristic of the companies in the new economy (dynamism of capital markets, high volatility, valuation of the stocks of communication technologies) is the biggest strength in the human capital. Thus, the compensation measures through distribution shares of the company can help to fix the best employees.

In large firms shareholders aren't managers and theoretically it creates problems that fit in the Agency Theory. The corporate governance also helps to solve these problems, once it examines ways to address potential conflicts that may arise due to separation of the objectives of shareholders and managers aren't coincidental.

The managers are a crucial group of employees in an organization. While managers represent a small percentage of employees, they represent an important part of the expenses in the compensation, and then it's important to develop a compensation plan specific for this group.

The results obtained, suggests a positive association between CEO compensations and the company's income, concluding that the managers compensation is more closely linked to company performance. Size is also a factor, once larger companies, also attributed higher compensation.

In Portugal there must be some reflection regarding this theme (which is already been started), once the values practiced in our country are very high compared to the others countries analyzed.

Keywords: Stock Options, Compensation, Executives, Managerial ownership, Performance, Corporate Governance, Alignment of interests



Agradecimentos

A todas as pessoas que contribuíram para a concretização desta dissertação, estimulando-me intelectual e emocionalmente, que, directa ou indirectamente, contribuíram para a realização desta Tese de Mestrado.

Especialmente à minha Orientadora, a Professora Mestre Cláudia Lopes, que pela disponibilidade demonstrada, bem como pelas críticas, correcções e sugestões me apoiou, e estimulou o meu interesse pelo conhecimento, investigação, e pela dedicação, e desafios que me foi colocando ao longo deste processo.

A todos os meus amigos, colegas e família, pelo apoio e incentivo incondicional.

O meu agradecimento.



Abreviaturas

AG – Assembleia Geral

AT – Activos Totais

CA – Conselho de Administração

CDS-PP – Centro Democrático Social - Partido popular

CE – Comissão Executiva

CEO – Chief Executive Officer

CFO – Chief Financial Officer

CR – Comissão de Remunerações

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DAX XETRA 30 – Deutscher Aktien Index (German Stock Market Index)

DF – Demonstrações Financeiras

DFC – Demonstrações de Fluxos de Caixa

DOW JONES – Dow Jones Industrial Average (North-American Industrial Stock Market Index)

DR – Demonstrações dos Resultados

EBIT – Earnings before interest and taxes

EUA – Estados Unidos da América

EUR – Euro (moeda Portuguesa)

GER – Alemanha

IAS – International Accounting Standard

IASB – International Accounting Standards Board

IBEX 35– Iberia Index 35 (Spanish Stock Market Index)

IFRS – International Financial Reporting Standards



IRS – Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Singulares

JP – Japão

JPY – Japan Yen (moeda Japonesa – iene)

NACD – National Association of Corporate Directors

NIKKEI 225 – Nikkei heikin kabuka (Japanese Stock Market Index)

PSI-20 – Portuguese Stock Index (Portuguese Stock Market Index)

PT – Portugal

PER – Price earnings ratio

RAI – Resultados antes de Impostos

RLE – Resultado Líquido do Período

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

SEC – Securities and Exchange Commission

SAR – Stock Appreciation Right

SO – Stock Options

UE – União Europeia

USD – United States Dollar (moeda Norte-Americana – Dólar)



Índice

Introdução.....	8
Capítulo I – Apresentações e Conceitos.....	13
1.1 Estrutura e o nível da compensação dos administradores.....	13
1.1.1 Nível da remuneração.....	14
1.1.2 Remuneração base.....	14
1.1.2.1 Uma estrutura salarial da Administração?.....	15
1.1.2.2 Aumentos salariais.....	15
1.1.3 Remuneração variável (incluindo a remuneração diferida).....	16
1.1.3.1 Incentivos de curto prazo (bónus anual).....	16
1.1.3.2 Incentivos de longo prazo.....	16
1.1.3.3 Benefícios e privilégios.....	16
1.1.4 Benefícios dos administradores.....	17
1.1.4.1 Gratificações dos administradores.....	17
1.1.4.2 Planos de reforma.....	17
1.2 Stock Options.....	17
1.2.1 Planos de SO.....	18
1.2.2 Dimensões das SO.....	18
1.2.3 Tipos de SO.....	20
1.2.4 Exercer as Opções.....	21
1.2.5 Qual é o valor de uma opção?.....	21
1.2.6 Outras Formas de Compensação.....	22
1.2.6.1 Planos de acções restritas (restricted stock).....	22
1.2.6.2 Direitos de valorização de acções (Stock Appreciation Rights - SAR).....	22
1.2.6.3 Planos de acções fantasma (Phanton Stock Plans).....	22
1.2.6.4 Planos de desempenho.....	23
1.2.6.5 Diferenças e comparações.....	23
1.3 O papel do executivo.....	23
1.3.1 O executivo como agente.....	23
1.3.2 Medidas de Desempenho.....	24



Índice

1.3.3 Gestão da compensação de executivos	24
1.3.3.1 O Papel do Conselho de Administração	24
1.3.3.2 O papel da Comissão de Remunerações	25
1.3.4 O executivo é pago excessivamente?.....	25
1.3.4.1 Teoria da Agência.....	26
1.3.4.2 Teoria do Torneio	26
1.3.4.3 Teoria da Comparação Social	26
1.4 Porque é que os CEO recebem SO	26
1.5 Comparações Internacionais.....	28
1.6 Compensação e os média.....	28
1.6.1 Formulação de hipóteses	28
1.6.2 Influência da imprensa na compensação dos executivos	29
Capítulo II - Determinantes	30
2.1 Stock Options nas remunerações dos executivos.....	30
2.2 Hipóteses Desenvolvidas e Resultados	31
2.2.1 Hipótese: executivos inferiores e a influência nos resultados	32
2.2.2 Hipótese: nível óptimo de incentivos.....	33
2.2.3 Hipótese: participação dos executivos e o desempenho	34
2.3 Relação entre dividendos e a compensação dos executivos	34
2.4 Principais determinantes na atribuição de SO:	35
2.4.1 Stock Options, razões ligadas ao capital e à liquidez	35
2.4.2 Stock Options como instrumento de retenção, atracção e motivação	36
2.4.3 Stock Options como minimizador de gastos	37
2.4.4 Stock Options como instrumentos de redução dos gastos de agência.....	37
2.4.5 Stock Options como instrumento de extracção de rendimentos	38
Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções.....	39
3.1 Relação de Agência	40
3.1.1 Factores que afectam a dimensão	40
3.1.2 Conclusões de Jensen e Meckling.....	40
3.2 Política de dividendos sobre os gastos de agência.....	41



Índice

3.3 O impacto das SO nos gastos de agência	42
3.4 Relação de Agência em Portugal	42
3.4.1 A Relação de Agência nas empresas cotadas.....	43
3.4.2 Alguns mecanismos para lidar com o problema de agência	43
3.4.3 A situação na Euronext Lisbon.....	45
Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa	47
4.1 Insiders.....	48
4.2 Hipóteses e Descobertas	48
4.2.1 Ilações.....	50
4.3 Repricing	51
4.3.1 Determinar a redefinição.....	51
4.3.1.1 Características das opções redefinidas	52
4.3.1.2 Características das empresas que redefinem os termos das SO.....	52
4.3.1.3 Porque é que as empresas redefinem os termos das SO	53
4.3.1.4 Desempenho das acções durante a redefinição e as suas alternativas	54
4.3.1.5 Dados e métodos.....	54
4.3.1.6 Ilações	54
4.4 O possível comportamento fraudulento.....	55
4.5 Principais efeitos na atribuição das Stock Options.....	55
4.5.1 Efeitos da atribuição de Stock Options	55
4.5.1.1 Antes da data de atribuição	55
4.5.1.1.1 Influência sobre o preço de mercado próximo da data de atribuição	56
4.5.1.2 Depois da data de atribuição	56
4.5.1.2.1 Influência sobre o preço de mercado após a data de atribuição	57
4.5.1.2.2 Alteração do preço de exercício	57
Capítulo V – Compensação dos executivos e o desempenho da empresa.....	58
5.1 Relação entre compensação e o desempenho	58
5.1.1 Comissão de Remunerações.....	59
5.1.1.1 Evidência em Portugal.....	62
5.1.2 Determinantes da Remuneração	63



Índice

5.1.3 Remuneração do Conselho de Administração.....	64
5.1.3.1 Políticas de pagamento	64
5.1.4 Omissão da remuneração	65
5.1.5 Compressão salarial	65
5.2 Indicadores da contabilidade como medida de desempenho.....	65
5.2.1 Motivação geral pelos indicadores de medição de desempenho da contabilidade.....	67
5.3 Participação dos Executivos.....	67
5.3.1 Características das empresas: participação dos administradores	68
5.3.2 Tendências da participação no capital por parte dos CEO	68
5.4 O Desempenho e o Mercado	69
5.5 Proxy Statement (Declaração/Demonstração de Procuração).....	70
5.6 Ilações à relação entre desempenho e a compensação	71
Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 – Pagamento com base em acções	73
6.1 IFRS 2 – Pagamento com base em acções	74
6.2 Contabilidade das SO ao estilo americano	76
6.3 Tributação das SO em Portugal	77
6.4 Contabilização.....	78
6.4.1 Definição de pagamento com base em acções	78
6.4.2 Reconhecimento e Mensuração.....	79
6.5 Ilações.....	80
Capítulo VII – Análise de Dados – Stock Index	81
7.1 Amostra.....	81
7.1.1 Recolha de dados, descrição da amostra e fontes utilizadas	81
7.2 PSI-20	82
7.3 IBEX	84
7.4 DAX XETRA	85
7.5 DOW JONES.....	86
7.6 NIKKEI.....	87
7.7 Comparação entre os 5 índices (PSI-20, IBEX, DAX XETRA, DOW JONES e NIKKEI)	88



Índice

7.8 Comparação entre os Chefes de Estado dos Países analisados com as Remunerações Totais médias por Administrador de cada CA.....	90
Capítulo VIII – Novas Recomendações da CVMV.....	92
8.1 Recomendações da CMVM, para as três áreas.....	92
8.1.1 Remuneração dos administradores.....	93
8.1.2 Sistemas internos de controlo e gestão de riscos.....	93
8.1.3 Independência dos auditores externos.....	94
8.2 Ilações.....	94
Conclusões e Recomendações.....	96
Referências Bibliográficas.....	105
Anexo 1 – Tabelas.....	
Anexo 2 – Código do Governo das Sociedades da CMVM 2007.....	
Anexo 3 – Código do Governo das Sociedades da CMVM 2010.....	
Apêndice 1 – Componentes remuneratórias das empresas do PSI-20.....	
Apêndice 2 – IFRS 2 - Pagamento com base em Acções.....	



Índice de Tabelas

- Tabela 1 Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009
- Tabela 2 Componentes da compensação dos CA das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009
- Tabela 3 Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009
- Tabela 4 Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009
- Tabela 5 Nível de Informação sobre a Remuneração dos Administradores do CA
- Tabela 6 Índice de Cumprimento das recomendações da CMVM sobre o Governo da Sociedade, no que diz respeito à Remuneração
- Tabela 7 Participação dos CA das 20 empresas dos PSI-20 (nº de acções e em percentagem)
- Tabela 8 Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 9 Componentes da compensação dos CA das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 10 Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 11 Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 12 Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 13 Componentes da compensação dos CA das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 14 Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 15 Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 16 Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 17 Componentes da compensação dos CA das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 18 Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 19 Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009



Índice de Tabelas

- Tabela 20 Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 21 Componentes da compensação dos CA das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 22 Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 23 Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 24 Comparação dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas dos cinco mercados, PSI-20, DOW JONES, DAX XETRA, NIKKEI e IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 25 Comparação dos Componentes da Compensação dos CA das empresas dos cinco mercados, PSI-20, DOW JONES, DAX XETRA, NIKKEI e IBEX nos anos de 2008 e 2009
- Tabela 26 Valores da remuneração dos Chefes de Estado de Portugal, Estados Unidos, Alemanha, Japão e Espanha



Introdução

Introdução

O tópico mais controverso relacionado com as empresas, nomeadamente com a Administração, é a Compensação dos Executivos. Com a possível excepção das maiores fraudes contabilísticas (Worldcom, Enron), há poucos tópicos que são mais penetrantes e mais produtivos a nível de manchetes na imprensa financeira que a compensação dos executivos.

O debate em relação à compensação dos executivos tende a focar nos níveis globais da compensação, a taxa de aumento, e a forma de pagamento. O total da compensação para os executivos aumentou rapidamente durante um longo período de tempo, certamente muito mais rápido do que para todos os outros colaboradores da organização. Como refere Atchison et al. (2010) em 2001, a proporção de um CEO (Chief Executive Officer) para um colaborador atingiu um pico de 525 para 1, enquanto em 1982, o CEO médio tinha apenas 42 para 1.

Os executivos representam um grupo muito restrito nas organizações empresariais e são identificados como tendo a necessidade de um programa de compensação salarial adequado às suas funções e responsabilidades. Estes normalmente são até 5% do total de colaboradores da empresa e estão no topo da hierarquia organizacional, sendo responsáveis por desenvolver metas e estratégias para manter a organização eficaz.

Como os executivos são um tipo muito peculiar e altamente qualificado de colaboradores de uma empresa, no qual esta normalmente pertence a outras pessoas, que são os accionistas, o que poderá levar a existir um conflito de interesses entre os administradores e os accionistas. Este conflito é fortemente estudado devido à sua natureza na empresa, o que origina gastos de agência, ou seja, reduzir os eventuais e esperados conflitos de interesses entre as duas partes, o agente (administrador) e o principal (accionista). Para tentar reduzir tenta-se que os administradores sejam também accionista, e quanto menor for a dimensão da empresa, maior será a sua participação no capital, e quando acontece o inverso, menor será a participação dos administradores.

Emergiu a utilização de um instrumento de compensação que pudesse ter um duplo sentido, o de remunerar e o de reduzir este conflito de interesses. As compensações baseadas no capital da empresa, as Stock Options (opções sobre acções da empresa) apresentam-se na linha da frente, de entre muitas variedades de planos de capital.

As Stock Options (SO) tiveram a sua origem nos países anglo-saxónicos, no qual era utilizada como remuneração dos quadros das empresas.



Introdução

Este tipo de remuneração, componente da remuneração variável foi exponencialmente utilizado nos anos de 1990. Actualmente, constitui uma prática corrente, tendo como um dos principais objectivos a relação positiva com a liquidez (como substituto de valores monetários), como instrumento de retenção, atracção e motivação de quadros, minimizador de gastos, como instrumentos de redução dos gastos de agência, ou como instrumentos de extracção de rendimentos.

Teixeira dos Santos (2000) mencionou que os mercados de capitais apreciam estas políticas de remuneração, pois para além dessa convergência de interesses, tornam a estrutura de gastos da empresa menos dependentes dos gastos fixos com os colaboradores, reduzindo assim o nível de risco da empresa.

Com estas políticas de remunerações pretende-se, que os administradores aumentem o valor da empresa, sendo que à medida que administram melhor a empresa sejam também melhor remunerados.

Vários críticos das práticas da compensação dos CEO argumentam como refere Core et al. (1999) que o Conselho de Administração (CA) é influenciado pelo CEO, então o CA não estrutura o pacote de compensação do CEO para maximizar o valor dos accionistas. A compensação do CEO é maior quando o CEO é o Presidente do CA e quando o CA apresenta um maior número de elementos, pois existe uma elevada percentagem de administradores externos sendo que os administradores externos são nomeados pelo CEO. A compensação dos CEO também é maior quando os administradores externos são mais velhos e prestam serviços em mais do que três Administrações.

Desde o início, que todas as concessões de SO com preços de exercício iguais ao preço das acções na data de atribuição, o *timing* oportunista na concessão das SO à volta das divulgações de notícias pela empresa, podem significar um aumento da riqueza dos CEO, uma vez que estes podem beneficiar do *timing* notável das concessões, e as suas compensações parecem aumentar por razões que têm um pouco a ver com a habilidade de gerir, esforço, ou o desempenho. A concessão das opções, medidas pelo seu justo valor, representa hoje em dia a maior componente da compensação dos CEO e adicionalmente, como divulgado pela imprensa financeira (Baker et al., 2003), o criticismo da magnitude da concessão de SO, incluindo o criticismo dos investidores, parece ocorrer regularmente. Uma vez que o preço de exercício da opção é normalmente igual ao preço das acções na data de atribuição, os administradores podem de uma maneira concedível aumentar a sua compensação de opções através da divulgação de más notícias antes da data de atribuição. Consistente com este raciocínio, o preço das acções tende a decrescer na altura da concessão das opções e os preços das acções tendem a aumentar após a concessão das opções.



Introdução

A atribuição das SO parece seguir um plano padronizado. São formalmente aprovadas por uma Comissão de Remunerações (CR), no seio do CA, geralmente uma vez por ano. Com o objectivo de maximizar os seus resultados, os administradores têm incentivos para reduzir o preço de exercício, na data de atribuição, ou para aumentar o preço de mercado das acções, na data de exercício.

A maior parte das pesquisas sobre a relação entre a compensação dos executivos e o desempenho da empresa tem vindo a ser firmemente enraizada na teoria da agência: planos de compensação são criados para alinhar os interesses dos executivos avessos ao risco e auto interessados com os interesses dos accionistas.

As empresas com estruturas governativas mais fracas têm maiores problemas de agência, bem como os CEO das empresas maiores, pois retiram maiores compensações, e as empresas com maiores problemas de agência têm um desempenho pior.

Muita literatura documenta uma ligação positiva e significativa entre resultados e a compensação dos administradores, sendo que esta é mais forte quando o desempenho é mais baixo ou em decréscimo.

Para medir o desempenho da empresa, são utilizados indicadores contabilísticos de medição do desempenho, nomeadamente, os Resultados, as Vendas, as Rendibilidades do Activo e do Capitão Próprio, etc.

A selecção destes indicadores mostra-se essencial, sendo que o critério para a sua selecção é que estejam directamente disponíveis ou que sejam directamente determinados pelas empresas. Na medida em que os indicadores contabilísticos avivam a medição do desempenho e fornecem informação que é incremental para o preço das acções e para os resultados, as CR (quem é encarada como um mecanismo de *corporate governance* que permite um melhor alinhamento entre os interesses dos accionistas e da gestão, ou seja, quem define a compensação dos executivos) podem usar estas medidas adicionais de desempenho para avaliar os executivos e emitir recomendações sobre as compensações dos mesmos.

Contudo, não há evidência que indique que os indicadores contabilísticos são actualmente usados como argumentos contratuais nos planos de compensação.

Os planos de SO eram uma componente que não tinha qualquer reflexo nos gastos da empresa, já que não existia a obrigação de efectuar o seu reconhecimento contabilístico, ou seja, era uma componente da remuneração dos executivos, mas o seu reconhecimento nas Demonstrações Financeiras era deixado ao critério dos mesmos, se reconheciam ou não o gasto.



Introdução

Em 19 de Fevereiro de 2004 o IASB publicou a norma IFRS 2 – Pagamento com base em Acções, aplicável aos planos de SO, que é obrigatória desde 1 de Janeiro de 2005. O objectivo desta IFRS é especificar o relato financeiro por parte de uma entidade quando esta empreende uma transacção de pagamento com base em acções. Em particular, ela exige que uma entidade reflecta nos seus lucros ou prejuízos e posição financeira os efeitos das transacções de pagamento com base em acções, incluindo os gastos associados a transacções em que opções sobre acções são concedidas aos colaboradores.

No âmbito desta Dissertação foi efectuado, uma pesquisa intensiva analisando a remuneração fixa e variável das empresas que constituem o PSI-20 (anos de 2007, 2008 e 2009), comparando e analisando os valores apresentados com os índices mais importantes do mundo, o Dow Jones, Nikkei, Dax Xetra e ainda a Ibex (anos de 2008 e 2009), baseado na amostra de dez empresas de cada índice, dos diversos sectores de actividade que a compõem.

Foi criado um indicador, “Remuneração/Valor da Empresa (cotação das acções em 31 de Dezembro de 2009 X nº de acções) ” para que se consiga comparar a remuneração entre as diversas empresas nacionais e internacionais, uma vez que as dimensões são, como seria de esperar, diferentes. Juntamente com o indicador, foi criado um quadro que refere o nível de informação divulgada por cada empresa nacional, que considerei ser importante identificar. As recomendações da CMVM sobre o governo societário também serão analisadas, bem como as participações que o CA tem na empresa. Por fim e para se conseguir avaliar o desempenho, será apresentado um quadro com os diversos indicadores de avaliação de desempenho para cada empresa nos anos anteriormente referidos.

Os dados de base para esta análise foram obtidos directamente dos relatórios e contas de 2007, 2008 e 2009, das empresas que constituem o PSI-20, e dos relatórios e contas de 2008 e 2009 das empresas analisadas do Dow Jones, Dax Xetra, Nikkei e Ibex. Foi também obtido através do site da “bloomberg” as cotações das acções em 31 de Dezembro dos vários anos, bem como do site “bolsa.sic.pt”.

Na análise foram consideradas todas as empresas do PSI-20, bem como de todas as empresas seleccionadas na amostra representativa dos restantes quatro índices (dez empresas por cada índice), independentemente se divulgam ou não a informação, considerando assim os valores médios de cada rubrica analisada.

Recolheram-se dados que caracterizam os resultados da empresa e da *corporate governance*. Os valores representativos do CA, incluem os administradores executivos e os administradores não-executivos, da sua componente fixa e da sua componente variável.



Introdução

Todos os dados foram valorizados à moeda actual Portuguesa, ou seja, o Euro. Os USD, e os JPY foram convertidos utilizando as respectivas taxas EUR/USD e EUR/JPY a 31 de Dezembro de 2009, 1,4365 e 132,52301 respectivamente.

A CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) aprovou as novas recomendações para o governo das sociedades das empresas cotadas, sugerindo regras mais restritas aos administradores das empresas cotadas. A Reguladora vai obrigar as empresas cotadas a publicar a política de remunerações bem como a remuneração dos administradores de forma individual, e a dos membros dos órgãos de fiscalização. Estas novas regras entram em vigor no dia seguinte ao da sua publicação em Diário da República pelo que se aplicam já ao próximo relatório anual sobre o governo das sociedades (relativo a 2009). Porém, só entrarão em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2011 "as regras do regulamento que estabelecem os deveres de divulgação da remuneração individual e agregada que os administradores e os membros dos órgãos de fiscalização das sociedades cotadas tenham recebido de outras empresas do grupo, e dos direitos de pensão que tenham adquirido". Esta publicação deverá ser feita anualmente, no relatório anual sobre o governo da sociedade.

Esta dissertação divide-se em oito capítulos. No capítulo I, encontram-se os conceitos utilizados ao longo da dissertação, para que a mesma seja compreendida. No capítulo II, são apresentados os determinantes na atribuição das SO aos executivos. No capítulo III, é analisada a Teoria da Agência - relação entre accionistas e administradores de sociedades cotadas problemas e soluções. No capítulo IV os efeitos das SO e valorização da empresa serão mencionados. O capítulo V centra-se no estudo da relação entre a compensação dos executivos e o desempenho da empresa. No capítulo VI é surge a relação entre as SO e a Norma Internacional de Relato Financeiro 2 – Pagamento com base em Acções. No capítulo VII, consta as análises e conclusões dos dados dos cinco índices apresentados. Por fim no capítulo VIII são apresentadas as Novas Recomendações CMVM.

No final estão incluídas todas as referências bibliográficas que integraram este trabalho, os anexos com as tabelas analisadas no capítulo VII, juntamente com os Códigos do Governo das Sociedades CMVM em 2007 e 2010, e os apêndices com as componentes remuneratórias das empresas do PSI-20 e a IFRS 2 – Pagamento com base em Acções.



Capítulo I

Apresentações e Conceitos

Capítulo I – Apresentações e Conceitos

Os administradores representam o grupo mais comum a ser identificado como necessitando de programas de compensação especiais. Estes são uma pequena parte do número total de colaboradores em qualquer organização, mas representam uma percentagem desproporcionalmente elevada de gastos salariais. De acordo com Atchison et al. (2010), os administradores constituem um grupo de vital importância para o funcionamento da organização, sendo importante tentar individualizar uma compensação por cada administrador. É possível desenvolver medidas de desempenho individual de tal forma que os incentivos são adequados e desejáveis, pois é de extrema importância que os administradores se associem com o sucesso da organização.

Dentro do grupo de gestão, existe o grupo "executivo", este grupo leva o título de "Top", ou "Vice-presidente", "Director", ou outra nomenclatura que diferencia a sua posição dentro de uma hierarquia da organização. Em muitos locais internacionais, o termo administrador ou executivo são permutáveis. Este não é o caso de muitas empresas de capital aberto, e isso claramente não é o caso dos níveis de remuneração e as práticas usadas e liquidadas, mas os dois termos serão usados no mesmo sentido de significados, bem como o termo administrador.

1.1 Estrutura e o nível da compensação dos administradores

A compensação dos administradores pode ser classificada em quatro categorias:

- Nível de Remuneração
- Remuneração Base
- Remuneração Variável
- Benefícios

Para além das quatro categorias, os administradores podem também participar em planos de benefícios, que incluem benefícios especiais, nomeadamente seguros de vida, privilégios, e planos de reforma. Não é uma surpresa que a compensação aumenta com a dimensão da empresa, pois maiores empresas, podem muito bem empregar mais qualificados e melhores administradores.



1.1.1 Nível da remuneração

O grupo de gestão da organização tem uma série de características que afectam a decisão do nível salarial no sentido de remunerar este grupo no nível ou preferencialmente acima do mercado. Em primeiro lugar, este grupo de trabalho é muito importante para a organização, sendo que as pessoas nestes lugares altamente qualificados são de substituição difícil. Este factor contribuirá para uma decisão do nível de remuneração que enfatiza ser igual ou acima do mercado, a fim de ser capaz de recrutar e reter esses colaboradores. Junto a este factor existe uma segunda consideração que tem a ver com os gastos irrecuperáveis que a organização tem com o administrador. Normalmente, o administrador é uma pessoa que trabalhou para a organização durante alguns anos, e a probabilidade da organização gastar uma quantia considerável na formação dessa pessoa é alta sendo que à medida que vai subindo de escalão hierárquico, aumenta os valores. A terceira consideração que apoia uma decisão de alto nível de salários é que este é um pequeno grupo de colaboradores, assim, mesmo que a remuneração seja elevada para o grupo, o seu impacto global sobre os gastos salariais totais da organização pode ser pequena. Em quarto lugar, os administradores estão em contacto com o mundo, significando que eles sabem as taxas de mercado para os seus lugares ao invés dos restantes colaboradores de outros grupos, e como são visíveis para outras organizações, estes estariam propensos a fazer uma oferta de emprego. Qualquer grupo que é importante e visível, como é este grupo, terá de ser remunerado competitivamente para manter o volume de negócios. Uma consideração final que exige uma decisão agressiva ao nível de remuneração, é a oferta relativamente pequena dos administradores em relação a outros grupos.

1.1.2 Remuneração base

A remuneração base dos administradores pode representar entre um terço e dois terços da sua remuneração total. Esta percentagem tende a variar dependendo do nível da organização: quanto maior for, menor a percentagem na remuneração total representada pela remuneração base.

A remuneração base, ou salário base, é normalmente determinada através de *benchmarking* (ranking de referência), pesquisas e análises dentro de cada sector de actividade. Os executivos mostram uma atenção substancial no processo de determinação do salário, mesmo com a compressão salarial a fazer diminuir a compensação total. Os salários são a principal base da componente dos contratos de trabalho dos executivos, representando a parte fixa da compensação.



1.1.2.1 Uma estrutura salarial da Administração?

A primeira questão relaciona-se com a decisão sobre a utilização de uma estrutura salarial geral ou do desenvolvimento em separado de uma estrutura de remunerações para o CA. Muitas organizações têm uma estrutura salarial separada para os funcionários administrativos, algumas destas estruturas incluem mais do que apenas os administradores, incluem-se outros grupos, particularmente os executivos. O trabalho dos administradores tende a ser difícil de descrever, e portanto, apesar das descrições de trabalho também serem usadas para os administradores, muitas vezes não são levados tão a sério na determinação dos salários. Descrições de cargos de gestão são geralmente escritas em termos de funções gerais, áreas de responsabilidade, alcance e o impacto das atribuições, grau de responsabilidade, a extensão, a natureza do controlo e influência envolvida. A maioria das organizações, utilizam um *ranking* de referência, no qual a organização compara os seus cargos com as pesquisas de um ou mais *rankings* para determinar se é bom o valor praticado. Neste tipo de planos, a estrutura foi concebida em primeiro lugar e, em seguida os cargos serão encaixados em intervalos adequados, dependendo de seu valor de mercado.

1.1.2.2 Aumentos salariais

A base para os aumentos salariais da gestão deverá ser obtida a partir do desempenho individual, nomeadamente determinada por uma gestão por objectivos (GPO). Os padrões mensuráveis que são desenvolvidos são feitos em conjunto pelos administradores e pelos accionistas. No final de um período de tempo, o desempenho é avaliado por ambas as partes numa reunião conjunta para analisar se os objectivos foram cumpridos. Este sistema pode funcionar bem quando cada uma das partes respeita a outra parte, não exercendo uma influência na avaliação dos objectivos, porém, há dois problemas principais na gestão por objectivos do ponto de vista dos aumentos salariais. O primeiro é que não há a comparabilidade entre os administradores, de modo que as decisões sobre o quanto um administrador deve receber versus outro, não são claros. O segundo é que o mundo pode ser muito dinâmico para definir objectivos e ter um prognóstico certo para um mês, muito menos para seis meses. Assim, a gestão por objectivos pode ser restritiva e prende os administradores a objectivos desactualizados. Duas preocupações com a remuneração por desempenho para os administradores são (Atchison et al., 2010):

- A remuneração é dependente dos resultados?
- Faz alguma diferença no desempenho quando o pagamento e o desempenho estão ligados?

Muitas das remunerações são diferidas, uma vez que o prazo é muito longo, os objectivos nem sempre são claramente expressos, de modo a que o administrador não sabe o que a organização precisa alcançar e o segredo que envolve os aumentos salariais reduz o conhecimento que o administrador tem sobre a forma como é feita a comparação.



1.1.3 Remuneração variável (incluindo a remuneração diferida)

Os administradores apresentam maior capacidade de afectar o seu desempenho do que a média dos colaboradores. Então, a remuneração variável parece ser altamente apropriada para cargos de gestão, sendo que na maioria das organizações realmente remuneram os seus administradores em termos de desempenho, tanto individual como organizacional. Se existe uma diferença entre os sistemas de remuneração variável para administradores e para os não administradores, então reside na definição do desempenho organizacional e não em termos individuais. Esta diferença aumenta à medida que o cargo sobe para o topo da organização.

1.1.3.1 Incentivos de curto prazo (bónus anual)

A remuneração base pode representar a quase totalidade da remuneração total para os administradores de nível inferior e um pouco mais de um terço da remuneração dos administradores médios. A diferença é constituída por um bónus, associado ao desempenho de curto e a longo prazo. Virtualmente todas as empresas oferecem um bónus anual aos executivos de topo, baseado no desempenho do ano anterior. O desempenho pode ser avaliado através de indicadores financeiros, como o ROA (Rendibilidade dos Activos), ROE (Rendibilidade dos Capitais Próprios), EBIT (Resultados Operacionais), RL (Resultados Líquidos), entre outros.

1.1.3.2 Incentivos de longo prazo

O argumento para os planos de remuneração variável de longo prazo para administradores torna-se muito mais forte quanto mais o organograma da empresa aumenta. A finalidade dos incentivos de longo prazo é manter o administrador para o sucesso a longo prazo da organização. Estes planos geralmente envolvem a concessão de direitos para o administrador se tornar um accionista da empresa, a um gasto razoável, de modo que, se a empresa no futuro se valorizar, a participação irá ter um valor superior significativo. Em Portugal por norma as SO são um incentivo de longo prazo, com a duração de 3 anos.

1.1.3.3 Benefícios e privilégios

Aos administradores são muitas vezes concedidos certos benefícios adicionais. A justificação para os benefícios adicionais é a retenção desse grupo de colaboradores muito importantes. Atchison et al. (2010) chamam a estes benefícios adicionais de “algemas de ouro”. Um grupo especial deste último é chamado de gratificações.



1.1.4 Benefícios dos administradores

Benefícios de reforma dos administradores, no plano da organização são o máximo disponível, uma vez que os administradores são os colaboradores mais bem pagos e têm uma duração de serviço na empresa maior - os dois critérios que determinam os níveis de benefícios. Os seguros de cobertura para os administradores são grandes, pois, novamente, o critério mais frequente, é a remuneração. Aos altos executivos muitas vezes são dados seguro de vida adicionais e tipos especiais de seguros, como o seguro de viagem.

1.1.4.1 Gratificações dos administradores

Este é um conjunto de benefícios especiais à disposição dos administradores, principalmente os administradores de topo, que são concebidos para satisfazer as necessidades específicas deste grupo. Uma série de gratificações podem ser identificadas. A primeira categoria é interna, as gratificações são compostos por itens que fazem parte do trabalho de configuração do administrador, como escritórios e mobiliário especial. A segunda categoria, gratificações externas, tem a ver com a realização do negócio fora da organização, um automóvel, despesas de representação, ou membro de um clube. A última categoria são as gratificações pessoais, sendo que esta categoria consiste numa grande variedade de itens, tais como exames médicos gratuitos, os empréstimos de baixo custo e aconselhamento jurídico ou financeiro. O último grupo é distinto dos dois primeiros na medida em que é normalmente tributável para o colaborador.

1.1.4.2 Planos de reforma

Um plano de reforma proporciona aos administradores uma renda durante a reforma. Muitas vezes os planos exigem tanto ao administrador, como à empresa contribuições para um fundo durante o seu emprego, a fim de receber benefícios definidos após a reforma. O financiamento pode ser fornecido de outras formas, como de sindicatos, órgãos do governo, ou sistemas auto-financiados. Os planos de reforma são, portanto, uma forma de "compensação diferida" especial (Atchison et al., 2010).

1.2 Stock Options

As SO são uma retribuição em espécie, paga pela empresa aos seus colaboradores, de valor fixo ou variável, dependendo da evolução que as acções da empresa terão no futuro ou dos dividendos que esta terá conseguido.



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

São atribuídas mediante determinados requisitos dando aos colaboradores o direito de:

- Adquirir no caso das opções fixas um determinado número de acções da empresa, no caso das opções variáveis ou baseadas no desempenho um determinável número de acções da empresa, a um preço previamente estabelecido. Nestas opções a liquidação é efectuada pela emissão de acções ou então pela cedência de acções próprias que a empresa possui ou compradas para o efeito.
- Receber um determinado valor, variável de acordo com o preço das acções ou dos dividendos. Nestas opções a liquidação processa-se através de dinheiro.

As SO fornecem uma ligação directa entre a recompensa e a apreciação do preço das acções, uma vez que a recompensa do exercício das opções aumenta com o aumento do preço das acções.

1.2.1 Planos de SO

No âmbito de um plano de SO, ao administrador é oferecida opção de compra de acções da organização a um preço fixado. Os administradores podem comprar acções a qualquer momento dentro de um prazo fixado pelo plano. Se o valor das acções sobe, o administrador ganhará uma quantidade considerável, sendo a tributação um problema posterior. O executivo pode não ter sempre a capacidade de tirar vantagens do aumento do preço das acções, uma vez que pode usar informações privilegiadas na venda das acções. Um plano de SO é aquele em que o executivo tem o direito de adquirir um determinado número de acções da organização numa data futura, a um preço específico.

Porque não basta fornecer um bónus em dinheiro ao executivo?

- Com o plano de SO não há o recurso à utilização de caixa imediato pela organização. Isto permite para que o dinheiro seja usado para factores que não seja a remuneração da organização.
- A opção, dada a dimensão do diferimento temporal, concentra o poder executivo a longo prazo. Este é um grande problema com os bónus que são baseados no desempenho do ano em curso.
- O valor final da SO varia de acordo com o preço das acções, assim, alinha a recompensa do executivo com o interesse dos accionistas.
- As SO, dada a dimensão do deferimento temporal, fornece um tipo de "algema dourada" que mantém com o executivo da organização.

1.2.2 Dimensões das SO

A concessão de SO a um administrador contém uma série de variáveis importantes:



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

- Um preço de exercício. É o preço a que o colaborador pode comprar as acções da organização. Independentemente do valor de mercado é, em qualquer momento o valor que as acções podem ser compradas. Um termo mais genérico para isso é o preço da opção ou preço de exercício.
- O número de acções. Cada SO tem um número máximo de acções que podem ser adquiridos ao preço de exercício. Este número deve estar em relação ao desempenho do executivo.
- A programação de aquisição. Nas SO existe uma data em que o executivo pode exercer a opção. Ele não precisa de exercer nessa data, pode ser feito mais tarde, nem todas as opções devem ser exercidas ao mesmo tempo.
- Data de Expiração. Embora nem todas as acções são precisas de ser exercidas imediatamente, pois existe uma data em que elas podem ser exercidas.
- Jurídico. A concessão das SO é um documento legal. Como tal, ele contém uma série de "O que acontece se..." perguntas e respostas.

Na última década do século 20, a concessão de SO emergiu como a maior componente da compensação dos executivos nos EUA. Estatísticas mais recentes da *Standard and Poor's* (S&P) suportam esta tendência: o valor de SO representava em 2001 54% do total de compensação dos executivos de topo, um aumento de 34% em relação em 1992. Além disso, mais empresas estão a conceder SO: em 2001 80% das empresas na S&P 500 (índice composto por 500 empresas devido ao seu tamanho de mercado e liquidez representa as 500 empresas mais importantes para o mercado) concederão SO aos seus executivos de topo, em comparação com 62% em 1992 (Lam, S. e Chng, F., 2006).

Um benefício principal das SO é o alinhamento de interesses dos executivos com os dos accionistas. O alinhamento da riqueza dos executivos com o desempenho da empresa é afectado por três características únicas de SO. Primeiro, os executivos normalmente têm que manter as suas SO por um período de tempo antes das opções se vencerem. Segundo, os executivos não podem vender as suas opções. Terceiro, os executivos devem exercer ou desistir das opções pouco depois de deixarem a empresa.

Dimensão, intensidade de capital, poder de mercado, oportunidades de crescimento e intensidade de investigação, desenvolvimento e publicidade foram usadas como ligações ao alcance da gestão.

Dimensão: a dimensão da empresa pode afectar o nível óptimo de concessão de SO como empresas de diferentes dimensões encaram diferentes graus de *moral hazard*¹. Monitorização e gastos de agência são

¹ O *moral hazard* decorre do facto de um indivíduo ou instituição não tomar todas as consequências e responsabilidades das suas acções e, portanto, tem tendência em agir com menos cuidado em relação às suas acções.



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

tipicamente maiores em empresas maiores, conseqüentemente requisitam um nível de SO maior para otimizar o desempenho. Contudo, os gastos de monitorização podem ser menores em empresas maiores devido às economias de escala e também são monitorizadas por analistas.

Intensidade de capital: empresas com um nível de intensidade de capital baixo, ou conservador, um nível alto de investimento em activos intangíveis, um nível alto de SO é necessário para alinhar incentivos. Os activos intangíveis são inobserváveis, e conseqüentemente dificultam a monitorização.

Poder de mercado: se poder de mercado da empresa isola o processo de decisão dos administradores da disciplina da competitividade do produto de mercado, então nos contratos óptimos para os administradores serão requisitáveis níveis de SO elevados.

Oportunidades de crescimento: os administradores da empresa com grandes oportunidades de crescimento são mais discricionários em tomar decisões estratégicas e táticas que uns que não têm oportunidades. A prudência da gestão aumenta com o crescimento de oportunidades da empresa.

Intensidade de investigação, desenvolvimento e publicidade: investimentos em investigação, desenvolvimento e publicidade são activos intangíveis que deverão afectar os *cash-flows* futuros. Quanto maior for a confiança nestes três tipos de investimento da empresa para atingir uma vantagem competitiva, maior é a prudência dos administradores e maior é a necessidade por SO para alinhar incentivos.

Foi demonstrado por Lam, S. e Chng, F. (2006) que o valor da opção aumenta com a volatilidade da empresa ou o risco da empresa, o que pode implicar que as SO encorajam a assunção de riscos. Um CEO que deixará o cargo na empresa irá ser induzido a maximizar a sua recompensa potencial da compensação no curto prazo, no qual irá receber se accionar a opção de compra nas SO, através dos gastos em investigação e desenvolvimento.

As concessões de SO são visíveis e dispendiosas, e podem ser um sinal de credibilidade aos investidores. A adopção de SO mostra informação interna favorável em relação do valor da empresa. Como resultado, as empresas concedem SO pouco tempo antes da divulgação de notícias favoráveis, contrariamente às outras formas de compensação como são o vencimento e os bónus anuais, sendo que as SO não necessitam de libertação de fundos imediatos. Como resultado, as empresas que passam por problemas de tesouraria, tendem a acreditar nas SO como uma forma de compensação para conservar o dinheiro. Lam, S. e Chng, F. (2006) consideram a valorização da empresa, assunção de riscos, poupança fiscal e conservação de tesouraria, mas rejeitam a poupança fiscal e a conservação de tesouraria como motivações.

1.2.3 Tipos de SO

Existem dois tipos de SO: de incentivo e não qualificadas.



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

Nos termos básicos da operação de SO, esses dois planos não diferem muito entre si, mas existe algumas diferenças. Quem recebe as opções: Para as primeiras só os funcionários, para as segundas, só os directores se podem qualificar à atribuição de SO. As primeiras têm uma data obrigatória de expiração de dez anos e mais importante, cada uma é tributada de maneira diferente.

1.2.4 Exercer as Opções

As SO podem não ser exercidas até à data de maturidade. Existe três opções: Nada fazer, o *timing* pode não ser o melhor para exercer as SO, o preço pode subir, e o colaborador pode não ter recursos financeiros para exercer as opções, ou mesmo assim podem não optar por considerações de ordem fiscal. Exercício sem dinheiro: o colaborador pode entrar em contacto com o corretor ou o com o administrador do plano para primeiro comprar as acções ao preço de exercício e logo de seguida vender as mesmas no mercado, sendo que o colaborador, em seguida, recebe o ganho monetário.

1.2.5 Qual é o valor de uma opção?

O valor das SO pode variar de zero a uma enorme quantidade de dinheiro. Quase dois terços da remuneração astronómica que é divulgada para altos executivos vêm do exercício de SO. Então, quais são as situações que afectam o valor de uma SO? Se o preço actual de mercado for inferior ao preço de exercício das SO, o valor da SO é zero e não há razão para exercer a opção, pelo menos com uma SO não é necessário exercê-la sobre uma data exacta. Em muitas empresas, quando o preço de mercado das acções parece que não vai subir o suficiente para que a opção tenha valor, esta cancela as SO em curso e reemite (*reprice*) com um preço de exercício menor. Se o preço actual de mercado for superior ao preço de exercício, sendo esta a situação mais desejável, é aqui que faz sentido o exercício das SO, uma vez que o valor das SO é a taxa corrente de mercado menos o preço de mercado e taxas aplicáveis independentemente de corretagem.

Uma abordagem é dizer que qualquer SO não tem qualquer valor antes da data de aquisição uma vez que se desconhece se o valor de mercado será superior ao preço de exercício. Outra abordagem é usar o valor actual mercado, mas isso é na melhor das hipóteses uma medida incerta, porque, o valor na data da aquisição pode ter pouco a ver com o valor actual de mercado, esta abordagem é chamada de abordagem intrínseca à avaliação. Para ir além de técnicas de adivinhação serão necessárias técnicas matemáticas e complicadas. O modelo *Black-Scholes* é a mais conhecida dessas técnicas, todas as SO devem ser valorizadas e este valor é reflectido nas DF.



1.2.6 Outras Formas de Compensação

1.2.6.1 Planos de acções restritas (*restricted stock*)

Neste tipo de planos, ao executivo é concedido um certo número de acções como um bónus, sendo que não pode vender as acções até que certas condições forem satisfeitas. Estas condições envolvem geralmente a manutenção das acções por um período de tempo e que o colaborador permaneça na empresa durante esse período. Outra condição pode estar relacionada com alguns objectivos de desempenho, neste caso a empresa tem o direito de readquirir as acções (normalmente o valor mais pequeno do montante entre, o valor pago aos colaboradores pelas suas acções ou o justo valor de mercado das acções no momento em que são readquiridas) se certos objectivos financeiros não forem cumpridos ou o colaborador não permanece na empresa durante um determinado período de tempo. Como as SO estão sob ataque (média, etc.), este tipo de plano torna-se mais popular.

1.2.6.2 Direitos de valorização de acções (*Stock Appreciation Rights - SAR*)

Esses tipos de planos funcionam como as SO, mas aqui o executivo não tem de comprar as acções. Ao executivo é concedido uma opção a um preço estabelecido. Este pode exercer essa opção a qualquer momento durante um período estabelecido, mas ao invés de ter que comprar a acção, o executivo recebe da empresa a diferença entre o valor actual de mercado das acções e o valor da opção estabelecida na acção. Este procedimento, faz com que o executivo não tenha de despendar dinheiro para adquirir a acção. No entanto, muitos planos restringem o ganho possível para 50%, 60% do crescimento do valor das acções. O ganho é tributado ao executivo, quando recebida, mas não há obrigação tributária quando os direitos são oferecidos.

1.2.6.3 Planos de acções fantasma (*Phantom Stock Plans*)

Estes planos são representados por unidades de acções. Estas unidades, normalmente têm uma data de maturidade entre 4 e 6 anos, no qual o executivo recebe o valor actual da acção ou a diferença entre o valor original e o valor actual. Determinar o valor actual das acções pode ser um problema, sempre que as acções não são comercializadas não há um valor real de mercado, então por vezes, uma série de outras medidas financeiras são usadas como substitutas para avaliar as acções, e o seu aumento é assumido para criar um maior valor nas acções, então por outro lado, as organizações utilizam os serviços de um perito para fazer avaliações anuais. As *phantom stock* são interessantes para as empresas não cotadas, após uma avaliação da empresa, estes planos atribuem SO virtuais. Se o valor da empresa aumentar e o executivo decidir exercer o seu direito virtual, a empresa entregará o lucro que ele teria realizado com um plano de SO verdadeiro. A principal



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

desvantagem deste plano é a mesma que das gratificações e da participação nos lucros, ou seja, a perda de liquidez.

1.2.6.4 Planos de desempenho

Neste tipo de planos, são concedidas unidades do desempenho que representam acções ordinárias. O executivo ganha essas acções através do desempenho da organização, normalmente, o pagamento desse tipo de programa é de 50% em acções e 50% em dinheiro com base no valor actual das acções.

1.2.6.5 Diferenças e comparações

Em todos estes planos, há três temas comuns: a recompensa do executivo para o sucesso da organização, o estabelecimento de metas de desempenho para o executivo que reflecte esse sucesso, e por fim a tentativa de maximizar o valor da recompensa para o executivo. Os dois primeiros são os objectivos relativamente estáveis, mas o terceiro está em constante mutação.

1.3 O papel do executivo

Os executivos são os colaboradores da empresa que estão no topo da hierarquia organizacional, geralmente 1% a 5% do total de colaboradores, pois são eles os responsáveis pela estratégia global da empresa. Os resultados destes são mensuráveis, o que geralmente assume-se que estes administradores tiveram um impacto significativo nos resultados e, portanto, devem ser recompensados com essa base. A visão do executivo é observar o exterior da organização, nomeadamente o ambiente, são encarregados de elaborar as metas e estratégias necessárias para manter a organização eficaz, então a compensação para este grupo de colaboradores está intimamente associada ao sucesso da organização como um todo.

1.3.1 O executivo como agente

Através de um CA que é eleito pelos accionistas, um grupo de executivos é contratado para liderar a organização. Assim, a propriedade encontra-se com o accionista, mas o controlo das operações da organização encontra-se com este grupo empresarial contratado, o resultado é a separação entre propriedade e controlo. A natureza da relação entre o accionista e o executivo, é visto como uma relação de agência em que os actos de execução do agente é agir de forma a maximizar os interesses dos accionistas. O problema da agência é que os executivos podem não agir no melhor interesse dos accionistas, mas no seu melhor interesse, o que podem ser divergentes estas duas vontades.



1.3.2 Medidas de Desempenho

O executivo que recebe um bônus, recebe porque alguma medida de desempenho foi observada durante um período de tempo, normalmente um ano. As medidas podem ser financeiras ou não financeiras e podem ser individuais, mas são mais prováveis que sejam de natureza múltipla. A forma mais comum dos bônus é a financeira - os lucros da organização. Existe uma série de outras medidas organizacionais possíveis, tais como as vendas, a produtividade, a redução de gastos, etc. Os bônus podem ser simples ou múltiplos, e podem incluir a combinação de medidas de organização e do cargo e cada variável deve ser ponderada quando são utilizados vários critérios. Os problemas com os planos múltiplos são que estes têm mais complexidade e, portanto, poderão ser compreendidos. Embora os lucros possam ser a medida mais popular da organização, existe outros:

- Lucro por acção: O lucro líquido da organização, dividido pelo número médio de acções ordinárias.
- Rendibilidade dos Capitais Próprios: o lucro líquido da empresa dividido pela média do Capital líquido.
- Rendibilidade dos Activos: o lucro líquido da empresa dividido pelo Capital líquido da organização.

1.3.3 Gestão da compensação de executivos

A gestão da compensação de executivos difere de outros programas de compensação da organização numa matéria importante: "Quem define a remuneração do executivo?" Para todos os outros grupos, a resposta seria os executivos, mas com os executivos a estabelecer a sua própria remuneração, esta hipótese torna-se pouco satisfatória.

1.3.3.1 O Papel do Conselho de Administração

A resposta das empresas de capital aberto à gestão da compensação de executivos, é a utilização de uma comissão especial do CA, conhecido como Comissão de Remunerações. Esta comissão normalmente é composta por três a cinco membros que podem ou não ser executivos dentro da organização (é preferível que não sejam). A razão é assegurar aos accionistas, credores e outras partes interessadas que o grupo de gestão não é injusta tirando assim partido da sua posição de poder. Estes membros exteriores do CA, normalmente reúnem-se de forma independente do resto do CA, muitas vezes com consultores, para verificar o nível e a eficácia dos planos da organização de compensação, para estabelecer planos de compensação e definir níveis de compensação para os executivos da organização.



1.3.3.2 O papel da Comissão de Remunerações

O papel fundamental da CR é elaborar o plano de compensações para os executivos de topo da empresa. Esta é uma tarefa muito difícil, pois desenvolver um plano cria gastos excessivos para os accionistas, no entanto, o desenvolvimento de um plano que oferece muito pouco pode ser desmotivador e colocar a empresa em risco de perder o executivo, mas este não é o dilema que enfrenta a comissão. Há uma necessidade de ter todos os aspectos do plano de compensação a relacionarem-se tão directamente quanto possível às medidas de desempenho desejadas. A comissão, para executar o seu papel, leva a cabo uma série de actividades, começa por desenvolver e subsequentemente rever a estratégia de compensação juntamente com as políticas e procedimentos para ver se a estratégia pode ser implementada. De seguida a comissão deve elaborar o plano de compensação para administradores de topo e implementar o plano para o próximo ano, juntamente com o relatório ao CA e por último, a comissão necessita periodicamente (durante o ano), de rever o processo dos administradores de topo, para atingir os objectivos como descritos no plano. Uma importante qualificação em ser membro da CR é ser independente da comissão executiva, sendo também importante ter membros que estão interessados num conhecimento sobre este tópico, bem como ter tempo suficiente, uma vez que este é um processo moroso.

1.3.4 O executivo é pago excessivamente?

A remuneração dos executivos nos EUA aumentou drasticamente nos últimos vinte anos, a diferença entre a média dos trabalhadores e da gestão de topo foi drasticamente ampliada. O que parece estar acontecer é que a necessidade de se manterem competitivas as compensações (ou acima dos níveis competitivos) está alimentar as compensações, derivado à facilidade de acesso de informações. Em consequência, as restantes empresas mundiais também aumentaram drasticamente os níveis de compensação dos seus executivos, e Portugal não foge à regra. Quando um consultor de remuneração dos executivos é contratado, uma das seguintes três coisas acontece (Atchison et al., 2010):

- O CEO é mal pago. O consultor relata isso para a CR e o salário do executivo é aumentado.
- O CEO não é mal pago e a empresa está a desempenhar. O consultor compara o salário do executivo com um conjunto de empresas. O resultado é uma recomendação de aumento salarial do executivo.
- O CEO não é mal pago e a empresa não está a desempenhar. A redução do volume de negócios é inevitável. O consultor sugere então uma redução para evitar.

Além disso, os críticos (Atchison et al., 2010) habitualmente apontam na crescente disparidade entre o executivo e a remuneração dos restantes trabalhadores. Em 1980 a disparidade era de 42 vezes, em 1990 de 85 vezes, em 2000 de 531 vezes e em 2007 era de 344 vezes. Três teorias (Atchison et al., 2010) contribuem para aumentar a descrição de como e porquê os salários dos executivos tenham chegado tão alto. A primeira delas



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

é a teoria da agência, depois a teoria do torneio e a última a teoria da comparação social.

1.3.4.1 Teoria da Agência

Os executivos de topo são o agente para os accionistas. Isto pressupõe que os interesses dos accionistas e executivos de topo são os mesmos, mas não são, criando problemas de agência. Os accionistas, tentam superar esta divergência, alinhando os interesses da administração com os seus, através da concepção de planos de compensação atraentes.

1.3.4.2 Teoria do Torneio

Esta teoria vê a escada de promoção da organização como uma série de torneios. A promoção significa que um colaborador ganhou esse torneio e tem direito à recompensa desse torneio. Cada nível tem maiores recompensas, mas o número de torneios (ou seja, posições) diminui à medida que cada passo até a escada ao topo é atingida. O torneio final é o de CEO. As recompensas devem ser elevadas porque as probabilidades de ganhar são muito baixas.

1.3.4.3 Teoria da Comparação Social

Na teoria da comparação social, as pessoas precisam de se avaliar a elas próprias em comparação com os outros. Para um executivo ser visto como esteja a desempenhar bem, ele deve ser recompensado de igual forma ou superior em comparação aos seus colegas executivos. As CR respondem a isto mantendo uma compensação do executivo comparável à dos executivos de organizações concorrentes. De facto, uma das forças na propulsão da remuneração do executivo, é que estas comissões decidem que o seu executivo é melhor e, portanto, aumentam um pouco mais a remuneração. Se todas as CR seguirem a mesma fórmula, a compensação aumenta exponencialmente.

1.4 Porque é que os CEO recebem SO

A maior parte das empresas não seguem práticas de compensação óptimas, ou as teorias financeiras dos contratos de compensação óptimos são incompletos ou incorrectos. Yermack (1995) formulou várias teorias e hipóteses.

A primeira foi a relação entre o alinhamento da riqueza dos CEO com os retornos dos accionistas. Os resultados



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

encontrados mostram que as empresas não fornecem incentivos através de SO e através da associação com a fracção de acções detidas pelos CEO. Contudo é possível que os CEO recebam SO sistematicamente, alterando directamente a sua participação no capital em resposta às decisões de compensação da empresa. A segunda foi em relação aos problemas em função da reforma dos CEO. Não existe provas que as empresas aumentam os incentivos através da oferta de SO, perto da reforma dos CEO, pelo que a segunda teoria fica descartada. A terceira teoria relaciona-se com a natureza dos activos das empresas. Empresas com oportunidades de crescimento fornecem maiores níveis de compensação aos CEO, talvez para atrair os administradores com mais talento, mas o valor da compensação para esses administradores é relativamente indiferente ao desempenho subsequente. A quarta teoria relaciona-se com os dados contabilísticos turbulentos. Provas limitadas sugerem que empresas fornecem maiores incentivos através de SO quando os resultados contêm grandes quantidades de “ruído” em relação aos retornos. A quinta teoria trata a relação entre os gastos da agência e a dívida. Os resultados demonstram que não existe associação significativa entre a alavancagem financeira e os incentivos através de SO. A sexta teoria diz respeito aos incentivos em sectores regulados. Os administradores recebem incentivos de compensação mais baixos. Os bancos e outras instituições financeiras encontram-se próximas da média de todos os sectores de actividade. São apresentadas na sétima teoria as dificuldades de liquidez. As empresas que pagam zero dividendos dobram o rácio entre SO e a compensação em dinheiro, o que significa que, quando não é distribuído dividendos, os administradores serão mais recompensados através de SO do que salário fixo anual. A oitava teoria tem a ver com a redução de impostos. As provas não suportam a redução de impostos como uma explicação para a mistura de compensação dos CEO entre SO e salários em dinheiro e bónus. Em empresas com prejuízos fiscais acumulados espera-se que concedam mais opções, uma vez que é mais provável que eles obtenham uma menor redução fiscal através da compensação em dinheiro. As vantagens fiscais das SO são mais baixas quando as opções são concedidas na forma de SAR. A nona e última teoria diz respeito à gestão dos resultados, o que não existe qualquer prova que a gestão dos resultados tem um papel no uso das SO nas empresas aos CEO.

As considerações do ciclo de vida dos CEO parecem ser importantes em determinar padrões de concessão das SO. Novos CEO recebem especialmente maiores concessões, o que este resultado suporta a conjectura que os executivos de níveis baixos recebem menos incentivos de compensação, uma vez que as suas decisões têm menos impacto no valor da empresa. Os CEO em final de funções recebem níveis baixos e anormais de concessões de SO, sugerindo que os CA pagam pouco relativamente à compensação a longo prazo aos executivos que irão abandonar a empresa.

Entre os vários sectores regulados, as de utilidades aparentam fornecer incentivos de SO aos CEO mais baixos, mas os bancos encontram-se na média. As empresas tendem a fornecer maiores incentivos através de SO quando os resultados contêm alguma “turbulência”, contudo, o efeito é estatisticamente relevante apenas em níveis marginais e não é robusto para controlar a variação inter-sector. Empresas com dificuldades de liquidez tendem a fornecer uma maior parte da compensação aos CEO através de SO, mas o resultado pode ser



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

motivado pelos incentivos aos administradores para reduzir os dividendos quando estes mantêm as opções.

Johnson e Tian (2000) afirmam que os accionistas com portfolios muito diversificados podem gerir o risco específico a um baixo custo através da diversificação. Os executivos podem ser avessos ao risco e relativamente pouco diversificados, respeitante ao valor do seu capital humano se este for o risco específico. Como resultado, aplicar o princípio da valorização do risco neutro a uma SO provavelmente subestima o valor que um executivo atribui à opção.

1.5 Comparações Internacionais

Os resultados encontrados por Murphy (1999), mostram o que os CEO americanos são os que recebem mais, mas as empresas americanas são as que têm as maiores dimensões e por conseguinte necessitam de melhores CEO, com mais qualidade e também com mais talento para as gerir, significando que quanto maior é a empresa maior é a remuneração. Interessante saber que os executivos americanos são pagos de maneira diferente dos restantes, estes recebem uma maior fracção da sua remuneração através de SO, e uma baixa fracção de salário anual.

Murphy (1999) lançou resultados mais especulativos, motivado pelos dados existentes. Especula que os níveis e as estruturas estão a convergir, reflectindo o aumento do mercado global e do mercado dos administradores.

1.6 Compensação e os média

Embora exista nas pesquisas académicas, poucas provas do papel da imprensa financeira e popular como potencial monitor da compensação dos executivos, os CEO de empresas com dimensões maiores e empresas com um desempenho operacional fraco estão mais sujeitas a ser seleccionadas para a cobertura por parte da imprensa.

1.6.1 *Formulação de hipóteses*

Core et al., (2008) formularam várias hipóteses no que diz respeito à cobertura dos média.

A primeira hipótese, foi se a cobertura negativa da imprensa sobre a compensação dos CEO está positivamente relacionada ao pagamento em excesso, sendo que os resultados encontrados são consistentes com esta hipótese. A segunda hipótese é se a cobertura negativa da imprensa sobre a compensação dos CEO está positivamente relacionada com a compensação total, o que os resultados são inconsistentes e sugerem que a



Capítulo I – Apresentações e Conceitos

imprensa faz pelo menos alguns ajustamentos para o normal nível de compensação quando decidem em que CEO é que irão focar a sua atenção negativa. A terceira, diz respeito à cobertura negativa da imprensa sobre a compensação dos CEO, se está positivamente relacionada com grandes quantidades de exercícios de SO, o que foram encontrados resultados consistentes com esta hipótese. Juntamente com as três hipóteses anteriores foram ainda, formuladas mais três hipóteses pelos autores. Estas três hipóteses referem-se: se a compensação dos CEO decresce após a cobertura negativa da imprensa, se a saída dos CEO após atenção negativa aumenta, e se o exercício das SO decresce após atenção negativa. Os resultados destas restantes hipóteses não são fortemente suportados, o que se poderá levantar sobre a possibilidade das empresas com elevada compensação, são fracamente governadas e que a fraca governação das empresas não respondem à pressão externa.

1.6.2 Influência da imprensa na compensação dos executivos

Existe três formas no qual a atenção da imprensa pode afectar a reputação das empresas e dos seus directores e administradores, tendo um importante papel na *corporate governance*. Primeiro, a atenção da imprensa nas empresas com fraca *corporate governance* pode levar a que os políticos e as reguladoras decretem legislação para reformar ou aplicar leis de *corporate*. Segundo, a atenção negativa por parte da imprensa aos administradores e directores pode levar à questão se estes indivíduos são bons tomadores de decisões e que atendam aos interesses dos seus accionistas e colaboradores. Terceiro, a atenção negativa pode prejudicar a reputação dos administradores e directores dentro das comunidades e impor gastos sociais a eles e às suas famílias.

Entre 1994 e 2002 o número de artigos sobre a compensação dos CEO aumentou 904% (Core et al., 2008). 29.2% dos artigos tiveram um tom negativo em relação à compensação dos CEO, em que nas três publicações estudadas por Core et al. (2008) (agências financeiras, jornais e revistas financeiras) cerca de 47% dos artigos das revistas financeiras são negativos, 36% dos artigos dos jornais também o são contrastando com os 22% dos artigos publicados pelas agências financeiras (Reuters e Dow Jones).

É esperado que a publicidade em relação à compensação dos CEO deriva não apenas da magnitude e dos componentes da compensação dos CEO, mas também dos determinantes gerais da cobertura da imprensa. O tamanho da empresa também é um determinante na publicidade e a cobertura jornalística nas empresas com uma maior dimensão irá ter um apelo mais amplo pois essas empresas estão mais propensas a ter um maior nome, bem como ter maiores bases de clientes e de accionistas. Ao mesmo tempo, as maiores empresas podem conseguir impor gastos às empresas de média que cobrem os assuntos negativos.

A imprensa está mais propensa a escrever um artigo negativo quando o indivíduo sobre escrutínio perdeu popularidade junto do público.



Capítulo II

Determinantes

Capítulo II - Determinantes

Os objectivos da maior parte dos planos de SO são, ajudar a atrair, reter e motivar os executivos da empresa e outros colaboradores, sendo que as SO ajudam as empresas a atrair executivos que são mais talentosos e relativamente menos avessos ao risco, porque estes indivíduos irão naturalmente seleccionar nas ofertas das empresas, as que têm um maior potencial de compensação baseada no desempenho. Estas fornecem incentivos de retenção através da combinação de disposições de maturidade e SO de longo prazo, uma vez que a motivação dos executivos também é um objectivo das SO, através do fornecimento de uma ligação directa entre o desempenho da empresa e a riqueza dos executivos, fornecendo assim incentivos para que estes adquiram acções, o que aumentará o preço destas (através das suas acções) e que evitam (através das suas acções) que o preço das acções diminua.

A transferência da compensação na forma de SO em vez de dinheiro, permite às empresas conservar o dinheiro enquanto reduzem as despesas divulgadas contabilisticamente, permitindo deferir os rendimentos tributáveis.

Para que as SO atinjam os objectivos estabelecidos, é essencial que sejam não negociáveis. Se são negociáveis, os executivos menos talentosos e mais avessos ao risco podem simplesmente aceitar as SO e imediatamente vender todas as SO atribuídas. Similarmente, as SO negociáveis podem não fornecer incentivos, porque os executivos que consideram deixar a empresa irão simplesmente vender as suas SO antes da sua saída. Permitem também, que os executivos negoceiem as suas SO, o que irá reduzir os incentivos através da eliminação da ligação entre a riqueza dos executivos e o desempenho da empresa.

2.1 Stock Options nas remunerações dos executivos

Recentemente, muitas empresas deslocaram o pagamento do salário base em direcção à compensação baseada em acções, o que na maior parte dos casos, estes deslocamentos têm sido subtis e graduais. Os executivos que participem no capital da empresa recebem tipicamente um prémio de risco por aceitar pagamento baseado em acções em vez de dinheiro.

A divergência entre o gasto e o valor das opções tem implicações para a avaliação dos incentivos fornecidos pelas SO. A emissão de opções não negociáveis ajudam a atrair executivos talentosos que inclui também a componente de permanência. Uma das mais controversas práticas da remuneração dos executivos envolve a redefinição dos termos das opções, nomeadamente o novo preço de exercício, uma vez que a redefinição



Capítulo II – Determinantes

esquece o fraco desempenho efectivo dos executivos, as empresas adoptam estas políticas criando maus incentivos para os executivos que detêm opções.

Se os executivos exercem antes da data de maturidade (e imediatamente vender as acções adquiridas) sacrificam tanto o potencial crescendo no preço das acções e a habilidade para diferir o pagamento do preço de exercício. A decisão de exercer em cada período irá naturalmente depender no preço da acção (relativamente ao preço de exercício).

Deixar os executivos exercerem antes do termo, afecta tanto o gasto como o valor da SO. Exercer antecipadamente aumenta o valor da opção ao executivo não diversificado, uma vez que os executivos podem sempre manter a opção até o termo, mas na prática escolhem não o fazer. Em contraste, deixar o exercício antecipado acontecer, reduz o gasto da empresa ao conceder uma opção.

Na prática, as opções tornam-se exercíveis apenas quando chegam à maturidade. Contudo, existe uma variedade de práticas observáveis, sendo as mais comuns, as com maturidade acima de 3 anos (33%), as acima de 4 anos (25%) e as acima de 5 anos (20%) (Hall e Murphy, 2002).

A aversão ao risco, combinado com a não diversificação leva a uma tendência de aumento nos preços ou a uma tendência de queda nos preços entre o gasto da empresa e o valor da SO. As opções são particularmente uma medida dispendiosa de transmitir compensação, mas também é verdade para os bónus de risco e outras formas de pagamentos contingentes, pois são um incentivo importante e benéfico como tipo de pagamento.

2.2 Hipóteses Desenvolvidas e Resultados

O uso pelas empresas de planos de SO para não executivos está a crescer. Compreende-se, neste caso, como não executivos como todos os colaboradores que não sejam os cinco executivos (CE) mais altamente compensados identificados no *Proxy Statement*² (irá ser apresentada mais à frente) (Core e Guay, 2001).

As empresas através da concessão anual de opções e de acções restritas aos CEO, conseguem gerir o nível óptimo de incentivos em capital, este nível óptimo de incentivos através de acções varia com as características da empresa. Estas definem níveis de incentivos através de acções e concedem SO e acções restritas de um modo que é consistente com a teoria económica. O uso da concessão de novos incentivos depende do desvio entre o nível óptimo de incentivos e os níveis existentes de incentivos aos CEO, sendo o desejo da empresa em pagar através de acções e de opções os benefícios da compensação diferida.

Existe empresas que apresentam planos, que exigem um número mínimo de acções detidas pelos executivos.

² Em Portugal esta Demonstração pode ser comparável ao relatório *Corporate Governance* ou Governo da Sociedade, que inclui (em 2009) e irá continuar a apresentar a remuneração do CA, de forma obrigatória e mais detalhada.



Capítulo II – Determinantes

Estes contratos são geralmente denominados “planos de participação” (Core e Larcker, 2002). Antes dos planos serem adoptados, as empresas disponibilizam baixos dividendos e têm baixos níveis de participação no capital por parte dos executivos. Contudo, nos dois anos após a introdução deste plano, a participação aumenta significativamente, sendo os dividendos estatisticamente mais elevados nos dois anos após a adopção do plano, e o aumento da participação parece resultar no melhoramento do desempenho da empresa.

2.2.1 Hipótese: executivos inferiores e a influência nos resultados

As empresas concedem SO a não executivos para fornecer incentivos baseado em capital, atrair e reter certos tipos de colaboradores, e substituir o pagamento em dinheiro.

Provas de Core e Larcker (2002) sugerem que os contratos dos executivos requerem que estes mantenham esses incentivos. Para os não executivos, é pouco claro se as empresas usam as SO para propósitos de incentivos, uma vez que a capacidade dos colaboradores de níveis inferiores, em influenciar o preço das acções através das suas acções individuais é limitada, e aos colaboradores geralmente é exigido que exerçam as opções na altura da saída, deste modo forçando um exercício antecipado. O incentivo de retenção é reforçado pelo facto das opções terem um período de maturidade de dois, três anos e a exigibilidade aos colaboradores de manterem as SO, pode servir para atrair colaboradores com menos aversão ao risco. As empresas fornecem incentivos com base em capital mais intensamente para os não executivos quando, ao serem monitorizados directamente, os gastos com a monitorização são mais dispendiosos, ou seja, quando as empresas são maiores e mais descentralizadas, existindo maior turbulência no ambiente operacional da empresa, e quando a empresa tem maiores oportunidades de crescimento, porque os colaboradores de níveis inferiores nas maiores empresas têm menos probabilidades de conseguir influenciar o preço das acções através das suas acções individuais.

A prevalência de períodos de maturidade para as opções e os requisitos que os colaboradores exercem imediatamente quando eles irão deixar a empresa sugere que as empresas usam as SO para reter os colaboradores. A importância de reter os colaboradores é maior em empresas que necessitam de administradores com maior qualidade e em empresas em que o capital humano é relativamente mais importante do que o factor da produção, uma vez que as empresas com maiores oportunidades de crescimento requerem administradores mais capazes.

As empresas concedem novas SO para não executivos tanto como substituto em dinheiro, tanto para fazer ajustamentos nos níveis de incentivos. A compensação com base em capital pode ser um substituto para o pagamento em dinheiro nas empresas com dificuldades financeiras, com necessidades de capital, grandes gastos de aceder aos mercados de capital e o interesse relativamente grande em atrair colaboradores menos avessos ao risco. A substituição do pagamento em dinheiro por SO reduz o impacto da compensação nos



Capítulo II – Determinantes

resultados, porque a compensação em dinheiro é uma despesa sendo divulgada nas DF, enquanto o valor da concessão de SO apenas é divulgada nas notas no Anexo às DF (Core e Guay, 2001).

2.2.2 Hipótese: nível ótimo de incentivos

Existe um nível ótimo de incentivos baseado em capital em cada empresa, e estas usam a concessão de acções e de opções para ajustar o portfolio de incentivos para um nível ótimo.

Ao longo do tempo, os incentivos de capital dos administradores tornam-se desalinhados com o nível ótimo de incentivos. Uma razão é que as características da empresa e as características do administrador alteram-se ao longo do tempo, outra razão é que os administradores vendem e compram acções e exercem opções periodicamente. A participação dos administradores no capital da empresa está relacionada com a sua dimensão e com a dificuldade de monitorização, sendo expectável que o nível de incentivos através de acções aumentará ao mesmo nível da dimensão da empresa, sendo que os CEO de empresas com uma maior dimensão terão incentivos com base em acções maiores.

Empresas que operam em ambientes menos previsíveis ou turbulentos ³ têm maiores gastos de monitorização, pois irão exibir uma maior concentração de participação dos administradores no capital, mas a aversão ao risco por parte destes implica que os níveis de participação irão aumentar ao mesmo nível do aumento da taxa de turbulência.

O uso de compensação baseada em capital como SO ou acções restritas reduz os gastos de monitorização através do fornecimento aos administradores de incentivos que maximizem o valor para o accionista. As empresas por outro lado podem preferir conceder compensação baseada em acções aos seus administradores em vez de dinheiro, por causa de dificuldades financeiras e de tesouraria. A concessão de SO não são despesas para propósitos de divulgação de informação financeira, ou porque as SO são menos visíveis no que diz respeito aos aumentos de pagamentos dos executivos. Provas de Core e Guay (1999) indicam que a compensação baseada em acções é maior quando o desempenho da empresa é maior, se as empresas entregam uma porção da compensação total do CEO através de compensação com base em acções, prevê-se que o nível médio de compensação baseada em acções será maior quando a compensação total é maior.

Estimar um nível ótimo de incentivos dos CEO requer a comparação de dados da compensação dos outros CEO. Os dados publicados por Core e Guay (1999) referem-se neste caso aos EUA, uma vez que em Portugal só a partir deste ano é que é possível comparar os dados, derivado à obrigação de divulgar por parte da CMVM a partir do exercício de 2010. Contudo é dispendioso para a empresa e para a CR reunir e analisar a informação.

³ Compreende-se como um ambiente turbulento, os ambientes mais visíveis dos mercados, ou seja, aqueles que serão mais falados pelos média e comunicação social.



Capítulo II – Determinantes

Normalmente a concessão de SO acontece no início ou a meio do ano e as empresas concedem mais opções quando esperam que os CEO reduzam os seus níveis de incentivos através dos exercícios das opções (Core e Guay, 1999).

2.2.3 Hipótese: participação dos executivos e o desempenho

Acreditar que a participação dos executivos tem um papel importante em alinhar os interesses dos administradores com os dos accionistas, então a empresa encoraja que todos os colaboradores façam investimentos pessoais em acções da empresa. In Campbell Soup Proxy Statement 1993 (Core e Larcker, 2002), esta medida poderá ter o fundamento desejado, uma vez que os problemas entre executivos e accionistas seriam mitigados, uma vez que os executivos também seriam accionistas e portanto iriam agir em benefício deles também.

Se a empresa tem uma baixa participação por parte dos executivos e um desempenho fraco das acções, os CA demonstram que a participação é insuficiente para motivar o bom desempenho. Uma estratégia para mitigar este problema de *governance*, é adoptando um tipo de plano que requer administradores que detenham um mínimo de participação de acções. A participação dos executivos aumenta seguindo a adopção do plano de participação, Significando que após a adopção do plano, a participação dos administradores aumenta, e que, se os planos de participação melhoram os incentivos da gestão, a sua adopção deve ser favorável ao desempenho operacional. Adoptar um plano de participação tem um impacto positivo no mercado financeiro e operacional, estes reagem favoravelmente à adopção do plano e os preços são mais expectáveis de conter benefícios num período de seis meses após a adopção do plano.

As empresas que adoptam planos de participação demonstram um desempenho fraco das cotações das acções em relação às empresas rivais no mesmo período de tempo anterior à adopção do plano. Os administradores destas empresas que têm níveis de participação no capital da empresa baixos, aumentam os seus níveis de participação após a adopção do plano. Os resultados (Core e Larcker, 2002) indicam que estes tipos de planos são uma intervenção dos CA para melhorar os incentivos e a *governance* e mais importante ainda, um excedente de dividendos contabilísticos é estatisticamente superior nos dois anos após à adopção do plano. Core e Larcker (2002) ilustram que, quando os administradores são requisitados a aumentar os seus níveis de participação, o desempenho da empresa melhora.

2.3 Relação entre dividendos e a compensação dos executivos

Existe uma ligação positiva entre o aumento dos pagamentos de dividendos das empresas e o aumento no uso



Capítulo II – Determinantes

de SO na compensação dos executivos, particularmente em empresas com uma maior percentagem de participação de investidores individuais e com menores gastos associados e juntamente com uma modificação da estrutura dos seus planos de compensação.

A relação entre as alterações nas concessões das acções restritas e das alterações nos dividendos, é particularmente pronunciada quando o valor das opções mantidas por parte dos executivos são menos sensíveis às alterações de dividendos, e quando os dividendos aumentam num efeito positivo à riqueza dos executivos. Empresas com elevadas percentagens de participação de investidores individuais, com direitos fortes, e com gastos baixos de divulgação financeira, o aumento do uso dos dividendos está fortemente relacionado com um aumento no uso dos dividendos protegidos das SO e com um decréscimo no uso dos dividendos não protegidos das SO na compensação dos executivos. O aumento dos dividendos seguido da alteração das preferências de pagamento dos accionistas é induzido pelo aumento da concessão de SO (Aboody e Kasznik, 2008).

2.4 Principais determinantes na atribuição de SO:

Os principais determinantes na atribuição de SO podem ser utilizados como:

2.4.1 Stock Options, razões ligadas ao capital e à liquidez

As SO podem ser utilizadas em substituição das remunerações liquidadas em dinheiro, quando a empresa está sujeita a restrições financeiras e a restrições de liquidez ou quando as SO têm associadas vantagens fiscais. Como a atribuição das SO não exige nenhum fluxo de caixa na data de atribuição, as entidades que enfrentam problemas de liquidez tendem a utilizar esta forma de remuneração em detrimento de compensações em dinheiro. Para aceitar uma remuneração com base em acções, os colaboradores da empresa, como são avessos ao risco e normalmente os seus investimentos são de curto prazo, exigem um prémio de risco para aceitarem este tipo de remuneração em detrimento de uma remuneração monetária. Os colaboradores que já detêm uma participação no capital da empresa tendem a vender as acções de forma a evitar o risco imposto pela atribuição da SO. O pagamento dos serviços prestados através de SO, em detrimento dos pagamentos através de dinheiro, afecta o tipo de colaboradores que a empresa pretende atrair, assim estes altamente motivados e acreditando que, com o seu trabalho o valor das acções da empresa aumentará, sentir-se-ão atraídos por estas empresas que proporcionam remunerações baseadas em instrumentos de capital próprio. O contrário também acontece, ou seja, os colaboradores mais avessos ao risco e menos motivados, tendem a preferir fontes de remuneração mais seguras.

As considerações relativas à liquidez são da maior importância no caso das empresas em fase de arranque.



Capítulo II – Determinantes

Estas empresas podem depender do *know-how* de certos especialistas sem terem a possibilidade de, no imediato, lhes pagarem salários competitivos. Na verdade, os planos de SO são um instrumento ideal para as jovens empresas que são forçadas a concorrer por colaboradores com mobilidade e altamente qualificados. As SO têm também uma importante função de sinalização para potenciais fornecedores de capital. Estes estarão mais inclinados a investir numa empresa no qual os colaboradores são pagos, num grau relativamente elevado, com planos de SO, uma vez que isto indica de forma bastante inequívoca, que a confiança do pessoal no êxito da empresa é elevada. Os planos de SO podem, ser psicologicamente mais convincentes do que os planos empresariais e documentos similares.

2.4.2 Stock Options como instrumento de retenção, atracção e motivação

As SO podem ser utilizadas para motivar, reter ou mesmo atrair colaboradores. Estas exigem normalmente condições para a sua posse e estabelecem geralmente a perda do direito de posse das opções caso o colaborador deixe a empresa antes deste tomar posse das mesmas. Ao ser exercido o direito de opção, os colaboradores transformam-se em accionistas da empresa, diminuindo assim o conflito de interesses entre accionistas e administradores, uma vez que passariam também a ser accionistas. As SO proporcionam incentivos e um aumento da motivação para a retenção de colaboradores.

Há também o problema, que cada colaborador apenas tem uma influência muito limitada no desempenho da empresa e, desse modo, tem um incentivo para se “esquivar” (Direcção-Geral da Empresa, 2003). A este argumento pode-se, responder apontando que a participação financeira tende a aumentar o controlo horizontal (informal). Em geral, a introdução de planos de SO visa também uma mudança da cultura dentro da empresa, podendo influenciar a forma como os colaboradores se vêem a si próprios e levar a mais trabalho de grupo, e a uma atitude com mais espírito empresarial e a menos sindicalização.

Devido a estes argumentos, as grandes empresas restringem frequentemente os planos de SO aos níveis mais elevados da sua gestão. Em empresas de menor dimensão, o papel e a influência de cada colaborador será maior e, desse modo, também os efeitos motivacionais. Provavelmente mais importante do que o seu papel como incentivo geral para os colaboradores é o papel que os planos de SO têm para atrair e reter colaboradores-chave. Há diversas razões para as empresas de menor dimensão poderem parecer menos atraentes para os colaboradores do que as grandes empresas: estas últimas têm, frequentemente, uma melhor reputação do que os seus competidores mais pequenos, e oferecem em geral melhores oportunidades de carreira e pacotes de remuneração mais atraentes. A segurança do emprego é frequentemente considerada como sendo mais alta nas empresas de maior dimensão.

As SO têm o efeito de reter o pessoal na empresa, se o preço das acções tiver uma tendência de subida, a



Capítulo II – Determinantes

perda de lucros potenciais será um forte obstáculo para os que saem contra a vontade da empresa. Mesmo que as SO não se anulem com a saída da empresa, mas apenas tenham que ser exercidas pouco depois do momento da saída, elas podem ter um efeito "algemas de ouro" (Direcção-Geral da Empresa, 2003), se houver uma concessão repetida.

As SO não serão concedidas apenas para reter certos colaboradores difíceis de substituir. Estas serão também usadas para proteger o investimento em capital humano, pois, serão oferecidos aos potenciais colaboradores que a empresa pretende atrair, especialmente ao pessoal altamente qualificado e com mobilidade (internacionalmente).

2.4.3 Stock Options como minimizador de gastos

As SO podem ser utilizadas como uma forma de remuneração minimizadora de gastos usada pela empresa na gestão das remunerações, especialmente quando os incentivos se encontram abaixo do nível exigido contratualmente. Este facto está relacionado com o tratamento contabilístico tradicionalmente adoptado no reconhecimento e valorização das SO. A contabilização das SO não originava antes da emissão da IFRS 2 o reconhecimento de qualquer gasto, na data de atribuição, sendo que a IFRS 2 exige então que, uma entidade reconheça as SO atribuídas aos colaboradores no momento em que os serviços são prestados, originando o reconhecimento de um gasto, tendo como contrapartida um aumento do capital próprio (caso a liquidação das SO seja efectuada pela entrega das acções da empresa) ou do passivo (caso a liquidação das SO seja efectuada pelo pagamento em caixa ou seus equivalentes).

2.4.4 Stock Options como instrumentos de redução dos gastos de agência

A principal motivação referida para a atribuição de SO é a redução do conflito teórico de interesses existente entre os accionistas e os administradores, ou seja, a redução dos gastos de agência.

Esta teoria tem evoluído rapidamente nas últimas décadas. Com a imergência de pesquisas sobre os direitos de propriedade e das incertezas da economia, a empresa já não é considerada como uma "black box". Na teoria neoclássica, a empresa é uma "black box" (Beck et al., 1982) uma vez que produz apenas para o exterior, não há trabalhos ou consumos internos. Na verdade não há administradores ou colaboradores para satisfazer o consumo do trabalho e a produção é separada do consumo, sem auto-suficiência.

Jensen e Meckling (1976) ao definirem os gastos de agência como o somatório das despesas com o controlo sobre os accionistas, as despesas com obrigações por parte dos administradores e a perda residual. O valor das remunerações dos colaboradores, deve ser definido, desta forma, de modo a garantir que um administrador



Capítulo II – Determinantes

racional actue no sentido de maximização do valor da empresa. As SO devem ser um instrumento de incentivo para direccionar os esforços dos colaboradores no sentido da criação de valor para a empresa, em detrimento dos seus interesses pessoais, minimizando assim os gastos de agência.

2.4.5 Stock Options como instrumento de extracção de rendimentos

As SO podem ser vistas como formas ineficientes de compensar os colaboradores, particularmente os executivos, podendo o seu tratamento contabilístico encobrir o aumento da remuneração (se o preço de exercício das acções coincidir com o preço de mercado das acções na data de atribuição, não haverá qualquer reconhecimento contabilístico). Esta perspectiva contrária à perspectiva de contratação óptima proporcionada pela teoria da agência, considera que os colaboradores controlam as suas remunerações e tendem a compensar-se acima do nível óptimo para os accionistas, possibilitando assim o aumento do seu rendimento total com um risco reduzido de perdas e de atrair a atenção dos accionistas. Os colaboradores são avessos aos risco e tendem a exigir caso a remuneração inclua SO uma remuneração superior. O risco suportado pelos colaboradores no caso de atribuição de SO tende a ser reduzido, uma vez que quando o preço de mercado das acções desce abaixo do preço de exercício das acções, as empresas alteram os termos originais do plano de opções reduzindo o preço de exercício ou emitindo opções adicionais com um preço de exercício inferior.



Capítulo III

Teoria da Agência - Problemas e Soluções

Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções

A teoria da agência é fundamental para o enquadramento da *corporate governance*. Procura-se por diversos meios alinhar os interesses dos administradores com os dos accionistas, ao qual este alinhamento pode ser feito através das estruturas e órgãos societários, bem como através de sistemas de gestão e avaliação do desempenho, incluindo sistemas de remuneração e incentivos.

Um pressuposto de base da teoria da agência é que os agentes são racionais, egocentristas e avessos ao risco. Os sistemas de controlo de gestão procuram ajudar no alinhamento de interesses entre os accionistas e os administradores, bem como entre a administração e os principais níveis de gestão, sejam eles responsáveis por centros de investimento, centros de lucro ou centros de gasto. Pressupõe-se, por isso, que é possível, através dos sistemas de informação, controlar o comportamento dos administradores, e que o sistema de incentivos permite alinhar os interesses dos administradores com os dos accionistas. Os sistemas de controlo de gestão consistem então em estruturas que permitem acompanhar os resultados, avaliar o desempenho e remunerar de acordo com a realização desses resultados face aos objectivos.

A questão que se põe é se o controlo dos resultados é o sistema de controlo mais apropriado. Em tarefas não programadas, como é o caso da administração e gestão de empresas, os agentes podem exercer um esforço fraco durante certos e até longos períodos sem que possam ser evidenciadas evidências nos resultados, uma vez que estes levam o seu tempo a emergir. Este problema é designado como *moral hazard* na teoria da agência, sendo que pode ser tratado com sistemas de controlo de gestão que tomem em consideração as variáveis chave como é o caso do *balanced scorecard*, desde que a relação causa-efeito entre as variáveis instrumentais e as variáveis resultado estejam bem desenhadas, isto é, na concepção do *balanced scorecard*, o *strategic map*⁴ concebido seja aderente à realidade.

A par destes sistemas integrados de avaliação do desempenho, um sistema de incentivos alinhado com os interesses dos accionistas é uma condição fundamental para se conseguir obter o comportamento desejado por parte do agente. Apesar disso, pode mesmo assim ser insuficiente, pois o sistema de valores dos agentes é essencial na determinação dos comportamentos.

Como as normas e valores dos agentes não são as mesmas nas diferentes culturas, é possível que a teoria da agência não se aplique a todos os países.

⁴ É um diagrama que é utilizado para documentar os principais objectivos estratégicos a serem perseguidos por uma equipa de gestão. É um elemento da documentação associada ao *Balanced Scorecard*, e em particular, é uma característica da segunda geração de projectos do *Balanced Scorecard*.



3.1 Relação de Agência

Jensen e Meckling (1976) definiram uma relação de agência, como um contrato no qual um ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (agente) para fornecer um serviço em seu proveito, no qual envolve delegar algumas decisões de autoridade ao agente. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadores de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente não irá agir sempre no melhor interesse do principal. O principal pode limitar as divergências em seu interesse, através do estabelecimento de incentivos apropriados para o agente através do incremento de gastos de monitorização concedidos para limitar as extravagantes actividades do agente. Contudo, é geralmente impossível para o principal ou para os agentes, gastos zero que garantam que o agente irá tomar as decisões óptimas do ponto de vista do principal. É definido os gastos de agência como a soma dos gastos com a monitorização pelo principal, as despesas do agente e as perdas residuais.

3.1.1 Factores que afectam a dimensão

A magnitude dos gastos de agência altera de empresa para empresa. Os gastos de agência também irão depender dos gastos de medição do desempenho dos administradores e de avaliação, dos gastos com a elaboração e a concepção de um índice para a compensação dos administradores que se relaciona com o bem-estar dos accionistas. O tamanho da divergência estará directamente relacionado com o gasto de substituir o administrador.

3.1.2 Conclusões de Jensen e Meckling

O crescimento do uso da forma empresarial, bem como o crescimento do valor de mercado das empresas estabelecidas, sugere, aos credores e investidores, pelo menos na sua maioria, que não fiquem desapontados com os resultados, apesar dos gastos de agência inerentes à forma empresarial.

Os gastos de agência são tão reais como outros gastos e dependem, entre outras coisas, dos estatutos, das leis e da ingenuidade da elaboração dos contratos. Tanto as leis como a sofisticação dos contratos para as empresas modernas, são os produtos do processo histórico, que no qual existem incentivos fortes para os indivíduos maximizarem os gastos de agência. Contudo, existem alternativas organizacionais disponíveis, e oportunidades para inventar novas formas de alternativas.



3.2 Política de dividendos sobre os gastos de agência

Os pagamentos de dividendos reduzem os gastos de agência, pela diminuição do tempo e esforço necessário pelos accionistas a monitorizar a gestão dos CEO?

Um dos grandes puzzles nas finanças é determinar os efeitos das políticas de dividendos nos preços das acções. Os gastos de agência ocorrem com a separação da propriedade do controlo da empresa porque, os administradores e os accionistas têm objectivos diferentes (Abreu, 2007).

Dois modelos:

Os dividendos podem ser vistos como um resultado da protecção legal dos accionistas. A ideia base deste modelo é que os investidores, pelo recebimento de dividendos da empresa, são capazes de reduzir os *cash flows* disponíveis aos administradores.

A distribuição dos dividendos está negativamente associada com o nível de protecção ao investidor. Se a empresa tem uma política consistente de distribuição de dividendos, então terá que ser consistente na procura de novo capital, como também poderá emitir novas acções ou emitir novas obrigações. A vantagem de manter a empresas no mercado de capitais, é que os novos investidores são melhores a monitorizar os administradores, que os investidores existentes, pois enquanto que os accionistas existentes podem influenciar as acções dos administradores apenas através dos votos, ou através da venda, os novos accionistas, quando a empresa emite novo capital, terão acesso às novas informações acerca da empresa e será reduzido no preço qualquer gasto de agência com a gestão.

Os rácios de dividendos pagos são principalmente influenciados por 3 factores: política de dividendos, alavancagem operacional e financeira e os gastos de agência.

Desde que aumentem os dividendos, os gastos de agência serão mais baixos, mas por outro lado aumentam os gastos de transacção com o financiamento externo. Então o nível óptimo será o que minimiza o somatório destes dois gastos. A ideia é permitir aos CEO obter acções substanciais e receber uma fracção substancial das compensações totais em forma de SO e através de outras formas de pagamentos através de acções. A justiça deste sistema deve garantir uma comissão independente de remunerações e com a implementação deste sistema, os administradores devem ter uma perspectiva da empresa mais próxima dos accionistas, reduzindo assim os gastos de agência.

Os administradores devem adoptar um objectivo de gasto – na base das necessidades de capital – suficientemente baixo para minimizar a dependência do capital externo e pelo ponto de vista das relações de agência e reduzir a monitorização dos gastos pelos accionistas (Abreu, 2007).



3.3 O impacto das SO nos gastos de agência

Os gastos de agência aumentam em parte porque o administrador é incapaz de garantir aos accionistas tranquilidade e segurança de que ele não irá consumir privilégios como uma fracção dos accionistas e não como o único accionista. Enquanto as actividades de monitorização e de ligação podem alterar as oportunidades dos administradores em capturar elevados privilégios, é pouco provável que estes irão eliminar os problemas de agência associados ao financiamento externo.

Numa típica concessão de SO, ao executivo é concedida a opção de compra por um número de acções a um preço de exercício que é normalmente equivalente ao valor de mercado da acção na data de atribuição. As acções sob as opções não exercidas são normalmente distribuídas ao longo de um período de tempo, sendo que a opção é normalmente não negociável. Uma forma ligeiramente diferente de compensação, são os Direitos de Apreciação de Acções (SAR – Stock Appreciation Right). Estes dão o direito a um executivo de receber compensação baseada na diferença entre o valor de mercado das acções e o preço pré-estabelecido na data de expiração pré-definida. A compensação pode ser em forma de dinheiro, acções, ou combinações das duas. As SAR são por vezes emitidas em conjunto com SO não qualificadas, que no caso do exercício do direito ou da opção cancela a outra. Algumas SAR limitam o montante de apreciação para que o executivo seja elegível e algumas limitações, normalmente não estão presentes nos planos de SO. As SAR evitam a necessidade de despende dinheiro por parte do executivo e também evita a regra do período de manutenção que é aplicada às SO.

Haugen e Senbet (1981), concluem que as SO podem ter um papel importante na resolução dos problemas de agência associados ao financiamento externo.

3.4 Relação de Agência em Portugal

Nos últimos anos a revelação pública de diversas fraudes (Enron, WorldCom, etc.) foi acompanhada da divulgação dos valores das remunerações dos seus executivos que, pelo seu elevado montante, fizeram com que este tópico passe a ter uma grande relevância nas preocupações dos reguladores. Por esse facto, relativamente à Euronext Lisbon, foi efectuada uma análise por Matos (2009) sobre a evolução das recomendações sobre o governo das sociedades cotadas, emitidas pela CMVM, assim como o seu grau de cumprimento, das que mais directamente se relacionam com a questão das remunerações.



Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções

3.4.1 A Relação de Agência nas empresas cotadas

A separação entre propriedade e gestão é actualmente a situação modal nas economias desenvolvidas, provocada pelo facto das empresas permitirem uma maior dispersão do risco entre investidores e, desta forma, uma maior captação de fundos para investir, e o crescimento das empresas ter levantar problemas de coordenação, exigindo assim uma delegação da autoridade.

A separação entre a gestão e o controlo da empresa, e a sua propriedade enquadra-se no conceito que Jensen e Meckling (1976) definem, podendo tornar a relação entre ambos complexa, uma vez que nada obriga a que tenham a mesma função objectivo.

Existem factores que limitam a capacidade de orientar a acção dos administradores no sentido do interesse do accionista (Matos, 2009):

- A grande complexidade das decisões a tomar pelos administradores, cujo acompanhamento pelo accionista poderá acarretar avultados gastos de monitorização;
- Os administradores têm acesso privilegiado a informações sobre a empresa e os mercados, não disponíveis para terceiros e que, mesmo se formal e expressamente solicitadas e fornecidas, podem ser envoltas numa selecção técnica de difícil leitura para um não especialista;
- Há evidente dificuldade em estabelecer critérios gerais e universalmente aceites para o que se considera uma gestão eficiente, pelo que se pode tornar difícil distinguir o que são actos de gestão que maximizam o valor da empresa de outros que apenas beneficiam o administrador.

Nas empresas cotadas, o facto dos administradores terem interesses distintos dos accionistas e de existir uma assimetria de informação entre ambos pode levar a que a actuação dos primeiros não seja, total ou parcialmente, no interesse dos segundos, levando ao surgimento de conflitos e a gastos ao nível da eficiência produtiva, os gastos de agência.

3.4.2 Alguns mecanismos para lidar com o problema de agência

Como Matos (2009) refere, a redução dos gastos de agência pode ser obtida através de uma abordagem que inclua uma definição de objectivos a atingir pelo administrador. Um acompanhamento sobre a sua prossecução é a criação de incentivos que aproximem os interesses do agente e do principal, incluindo a questão do valor e da forma da remuneração.

A relação de agência deve ser regulada através de um contrato (explícito e formalizado ou apenas implícito), onde são estabelecidas as contrapartidas a serem pagas pelo principal ao agente pela boa prestação dos serviços, associada à obtenção de determinados resultados.



Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções

Admitindo-se que o objectivo dos accionistas é a maximização da sua riqueza, o contrato a estabelecer com os administradores deverá privilegiar comportamentos que visem a prossecução da eficiência, entendida aqui como a maximização do lucro económico e do valor da empresa.

Matos (2009) apresenta teoricamente uma necessidade para que se verifiquem três condições para ser possível desenhar contratos eficientes para o principal:

- A impossibilidade do agente reter informação, o que permite ao principal saber exactamente o que é uma acção eficiente e que resultados se podem dela esperar;
- Informação plena das acções e dos resultados por parte do principal, sendo que ambos têm de ser observáveis;
- Que o risco para os agentes seja relativamente reduzido para permitir que eles obtenham a remuneração combinada caso cumpram as acções pré estabelecidas.

Note-se que estes três factores se relacionam todos com a necessidade de uma relação transparente e fiável entre os agentes e os principais na empresa.

A realidade empresarial está bem longe destes três factores, potenciando o surgimento de problemas na relação entre o accionista e o administrador, fazendo com que os contratos, na prática, não sejam completos, devido a não preverem todas as situações possíveis, uma vez que a incerteza associada aos comportamentos e aos elevados gastos que se incorreriam para a previsão dos resultados possíveis, não o permitem.

Para além destes problemas, a capacidade de estabelecer um contrato adequado é também uma função da posição do agente face ao risco. Numa situação de neutralidade face ao risco (isto é, quando para o agente é indiferente ter uma remuneração certa ou ter uma remuneração em função dos diferentes resultados possíveis das suas acções, ou seja, é um conjunto de remunerações possíveis, mas com o mesmo valor esperado), a análise dos resultados para o agente é realizada apenas com base no valor esperado associado a cada decisão, já perante uma preferência ou aversão ao risco sendo necessário entrar em linha de conta com a utilidade do valor esperado de cada decisão, tornando mais complexa a definição dos contratos entre o agente e o principal, nomeadamente quando se estabelece uma relação entre o desempenho e a remuneração do agente.

Dado que, por um lado, o agente e o principal têm diferentes objectivos e, por outro lado, os contratos têm sempre limitações quanto à capacidade de associar as acções do agente com os objectivos do principal, existe assim a possibilidade de surgirem comportamentos incorrectos do agente, impossíveis de prever nesses contratos. Estes comportamentos são sobretudo potenciados pela existência de acções que não podem ser observadas ou verificadas, fazendo com que o principal não possa detectar eventuais comportamentos fraudulentos e, por isso, não possa usar o contrato para regular ou penalizar essas acções.

Outra fonte de comportamentos resultam do acesso do agente a informações privilegiadas e não divulgadas ao



Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções

principal, que sendo relevantes para determinar as melhores decisões ao serem total ou parcialmente ocultadas, restringem, a capacidade do principal detectar comportamentos incorrectos por parte dos agentes. Ora, com vista a reduzir estas situações, potenciam enviesamentos entre o comportamento desejado do agente e o seu comportamento efectivo, tornando-se desejável aumentar o nível de informação e observabilidade da relação entre ambos, para tornar credível a análise do grau de execução e correcção das acções tomadas pelo agente e por esta via eliminar ou reduzir uma das condições para a existência de um conflito de agência.

Importa ainda considerar que, como o principal não tem pleno conhecimento das condições de mercado e/ou da produção em que actua o agente, terá sempre que recorrer a: informações do agente, que podem ser enviesadas (por exemplo através de manipulações contabilísticas) permitindo o estabelecimento de objectivos facilmente atingíveis; e a resultados passados, que podem não ser replicáveis no futuro, mesmo assumindo o melhor esforço do agente.

Assim, ao dar muito ênfase a esta informação quantificada, poderá haver um reforço dos incentivos do agente para comportamentos estratégicos contraproducentes. Contudo, tratando-se de empresas cotadas, existe todo um conjunto de documentos elaborados pelos analistas (bancos de investimento, corretoras, etc.) que permitem de alguma forma, mesmo a um pequeno accionista, acompanhar o desempenho da empresa e do seu CA.

3.4.3 A situação na Euronext Lisbon

As primeiras recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas foram publicadas no final de 1999, tendo nos anos seguintes sofrido diversas revisões, tornando as recomendações mais exigentes quer ao nível do cumprimento formal e divulgação de informação (por exemplo, a forma e o conteúdo do relatório anual sobre o governo da sociedade) quer da prática empresarial neste domínio.

Efectivamente, se nos primeiros exercícios havia apenas a recomendação da inclusão no relatório anual de gestão de uma menção relativa à adopção ou grau de adopção das recomendações, já pelo Regulamento nº7/2001 da CMVM, as sociedades cotadas passaram a ser obrigadas a publicar anualmente um relatório específico sobre *corporate governance*, onde numa filosofia denominada “*comply or explain*” a empresa apresenta e explica como cumpriu cada recomendação. Nos anos seguintes, acompanhando as alterações às recomendações, este relatório tornou-se mais detalhado e abrangente (Matos, 2009).

Efectivamente, de acordo com a Recomendação, “A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais”, a CMVM entendeu que os critérios de cumprimento desta recomendação seriam dois:



Capítulo III – Teoria da Agência – Problemas e Soluções

- A existência de remuneração variável a depender das rubricas, de mercado ou contabilísticas, relacionadas com o desempenho da empresa;
- A divulgação da remuneração de todos os administradores em termos individuais.

Foi sobretudo esta segunda exigência que fez com que esta recomendação fosse a menos seguida pelas sociedades cotadas nacionais, tendo exclusivamente por base a informação veiculada pelas sociedades nos seus relatórios (que a CMVM assumiu como verdadeira).

De acordo com a CMVM “um elevado número de sociedades refere que o prejuízo na privacidade dos administradores não é compensado pela mais-valia dos accionistas em saber quanto recebe cada um dos administradores, assim justificando a não divulgação individual das remunerações”, considerando sobre o mesmo problema no ano seguinte que “das razões invocadas pelas empresas nos Relatórios Anuais de Governo, nenhuma se afigura suficientemente forte para que se coloque em causa a bondade da Recomendação (Recomendação 8)”. Apesar de tudo, o cumprimento da Recomendação 8-A (“Deve ser submetida à aprovação pela assembleia geral anual de accionistas uma declaração sobre a política de remunerações dos órgãos sociais”) foi sempre superior, havendo por isso uma legitimação directa pelos accionistas que podem participar na AG (Matos, 2009).



Capítulo IV

Efeitos das SO e valorização
da empresa

Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

Yermack (1997), descobriu ligações sobre a compensação dos executivos entre a introdução de planos de incentivos a longo prazo e as alterações no desempenho nas empresas. A compensação ao nível dos incentivos, pode motivar os administradores a tomar decisões mais importantes para a empresa.

Desde o início, que todas as concessões de SO com preços de exercício fixados igual ao preço das acções na data de atribuição, o *timing* oportunístico na concessão de SO à volta das divulgações de notícias pela empresa, pode significar um aumento da riqueza dos CEO por razões não relacionadas com o objectivo de incentivo das opções. Se os administradores influenciam a estrutura de compensação dos seus contratos, é expectável que recebam SO pouco antes de notícias favoráveis, o que irá impulsionar os preços das acções da empresa para valores mais altos. Os CEO beneficiam do *timing* notável das concessões, e as suas compensações parecem aumentar por razões que têm um pouco a ver com a habilidade de gerir, esforço, ou o desempenho. A concessão das opções, medidas pelo seu justo valor, representa hoje em dia a maior componente da compensação dos CEO e, como divulgado pela imprensa financeira (Baker et al., 2003), o criticismo da magnitude da concessão de SO, incluindo o dos investidores, parece ocorrer regularmente.

Uma vez que o preço de exercício da opção é normalmente ajustado ao preço das acções na data de atribuição, os administradores podem de uma maneira concedível aumentar a sua compensação de opções através da divulgação de más notícias antes da data de atribuição. Consistente com este raciocínio, o preço das acções tende a decrescer na altura da concessão das opções e os preços das acções tendem a aumentar após a concessão das opções.

Esta bem estabelecido que os *insiders*⁵ aproveitam as transacções das acções nos mercados de capitais das suas empresas, implicando a sua habilidade para prover rendimentos de informação privilegiada.

⁵ É um membro de qualquer grupo de pessoas de número limitado e geralmente de acesso restrito. O termo é usado no contexto de informações secretas, privilegiadas, escondidas, esotéricas. No nosso mundo complexo e rico em informações, o conceito de conhecimento de informação privilegiada é popular e difundida, como uma fonte de orientação directa e útil. Numa dada situação, um *insider* é contrastado com um especialista de fora: o especialista pode fornecer uma análise em profundidade teórica que deverá conduzir a um parecer prático, enquanto que uma fonte tem em primeira mão, o conhecimento material. Informação privilegiada pode ser pensado como mais preciso e valioso do que a opinião de especialistas.



4.1 Insiders

Um tema crítico nos estudos empíricos sobre negociações dos *insiders*, é a determinação *ex-ante* se os *insiders* são propensos a ter informação privilegiada positiva ou negativa (Aboody et al., 2008). Em estudos sobre o exercício das opções, tem sido assumido que os executivos vendem imediatamente todas as acções depois do exercício da SO, dando a entender que esse exercício é sinónimo de más notícias. 28.6% dos exercícios estão associados às não vendas das acções durante um mês (Aboody et al., 2008). Sobre o exercício parcial das opções, foi descoberto por Aboody et al., (2008) que o exercício seguido da venda imediata de todas as acções estão associadas (futuramente) a retornos anormais, consistente com más notícias privilegiadas, mas o exercício das opções que é seguida por vendas imediatas parciais, estão associadas a retornos positivos anormais consistente com privilegiadas boas notícias. Estes efeitos tendem a compensar quando é examinado retornos anormais para todos os exercícios sem condicionar se as acções são imediatamente vendidas.

Enquanto existe indícios consideráveis de compras no mercado pelos *insiders* associados a notícias privadas positivas, existem poucos indícios de compras no mercado pelos *insiders* associado a notícias privadas negativas. Contudo, supõe-se que os incentivos para diversificar e consumir também fornecem uma medida de disfarce para o exercício através de informação privilegiada e vender decisões no qual esse disfarce pode servir de defesa contra alegações em relação à violação dos regulamentos sobre a negociação dos *insiders*. Se este é o caso, então em princípio deve-se encontrar fortes indícios do antecipamento do exercício por parte dos *insiders* e vender, quando existe notícias más privilegiadas, e quando a profundidade é a ligação para a diversificação e o consumo de incentivos é maior (Aboody et al., 2008). Estes autores descobriram ainda que a magnitude dos retornos anormais negativos (positivos) está associada ao valor temporal das opções exercidas e vendidas imediatamente (mantidas pelo menos um mês após o exercício). Na observação que nem todas as opções exercidas são seguidas de vendas imediatas, aqui o importante é entender o comportamento do exercício das opções por parte dos executivos, sendo que a questão permanece, porque é que os executivos exercem as opções mas mantêm as acções?

Existe três possibilidades (Aboody et al., 2008): Primeiro, os insiders podem manter as acções para receber dividendos. Segundo, os executivos podem acreditar que conseguem reduzir os seus impostos se exercerem as opções e manter as acções pagando imposto sobre ganhos de capital pelo período de manutenção das acções. Terceiro, as decisões de exercício das opções podem ser um artefacto de factores psicológicos.

4.2 Hipóteses e Descobertas

A atribuição é formalmente determinada pela CR que normalmente se reúne uma vez por ano para discutir



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

esta questão, tipicamente com um preço de exercício igual ao preço das acções na data de atribuição. Enquanto as práticas de compensação de opções irão provavelmente mitigar alguns tipos de gastos de agência, as mesmas práticas poderão induzir a outras formas de comportamentos oportunistas. Estes incentivos divergentes podem motivar os administradores a manipular os resultados em função da estrutura da compensação. Quando as empresas estão em dificuldades financeiras, os administradores tentam reduzir a despesa com a compensação através da substituição de SO por pagamentos em bónus.

Estes jogam com a divulgação de boas ou más notícias com o objectivo de aumentar o valor das SO atribuídas. Recebem SO antes da divulgação dos resultados e estão mais propensos à questão de preferência de divulgação voluntária de más notícias antes da atribuição das SO. Isto indica que pelo posicionamento das divulgações antes da data de atribuição, os administradores são capazes de aumentar o valor da SO em média 16% (Baker et al., 2003). Estes retornos no período imediatamente após aos anúncios dos resultados são mais baixos para as empresas que concedem SO anteriormente aos anúncios dos resultados do que para as empresas que concedem as SO depois dos anúncios. Estes resultados sugerem que, sendo tudo igual, as empresas que divulgam os resultados antes da data de atribuição podem divulgar resultados baixos em relação às empresas que divulgam depois da data de atribuição. Os administradores tendem a receber SO antes (depois) da divulgação de anúncios favoráveis (desfavoráveis), sendo que estes também beneficiam e influenciam, de um bom oportunismo e de um bom *timing* na atribuição das SO.

Baker et al. (2003) consideram a possibilidade dos administradores intervirem no processo de divulgação da informação financeira para influenciar. O simples facto das SO serem atribuídas aos administradores, não será necessariamente levado a associações entre a atribuição das SO e da gestão discricionária dos acréscimos, uma vez que os administradores usam a discricção contabilística para conseguir uma variedade de objectivos de resultados. A relativa magnitude da compensação através de SO e dos efeitos da riqueza dos CEO, poderia dar origem a incentivos, não apenas para gerir a divulgação ou mesmo as datas de atribuição, mas para influenciar também os resultados.

Se num dado ano, os administradores esperam receber uma grande parte da sua compensação em forma de SO, por um lado, eles podem aumentar o valor de atribuição, o que levará a tomar acções para reduzir o preço de exercício. Esta ligação previsível, sugere um incentivo para gerir os resultados de forma descendente antes da data de atribuição. Através da redução dos resultados correntes dos discricionários acréscimos, e dos resultados diferidos, o preço de exercício das SO na data de atribuição pode levar a uma redução. Este resultado irá servir para aumentar a probabilidade das opções ficarem *in-the-money*⁶ no futuro. Contudo, os CEO irão suprimir resultados com discricionários acréscimos nos anos em que a compensação em forma de SO é maior relativamente às outras formas de pagamento, pois existe uma relação negativa entre a discricção dos acréscimos e a compensação pela forma de opções.

⁶ A opção de compra cujo preço de exercício é inferior ao preço de mercado do activo subjacente, ou uma opção de venda, cujo preço de exercício é superior ao de mercado. *Out-of-money* é o inverso.



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

Para a manipulação dos resultados serem efectivos no que diz respeito à influência do preço das acções, as acções dos CEO devem ser comunicadas aos mercados financeiros bem como os anúncios da divulgação de resultados ou de outras divulgações.

As provas encontradas por Aboody et al. (2008) são consistentes que alguns *insiders* mantêm as suas opções quando têm informação privilegiada positiva. Uma suposição subjacente é que as acções adquiridas pelo exercício das opções são imediatamente vendidas, por conseguinte prevê-se retornos anormais negativos subsequentemente ao exercício, isto se o exercício é baseado em informação privilegiada. Contudo, nem todas as opções exercidas podem ser interpretadas como vendas das acções adquiridas. Em particular, os dividendos e os incentivos fiscais podem induzir a uma estratégia de exercício-e-manutenção, similar à aquisição de acções, levando à predição de retornos anormais positivos subsequentes ao exercício.

Os resultados de Aboody et al. (2008), mostram que em 49,5% dos casos, se verificou a venda das acções dentro dos trinta dias ao seu exercício, 29,5% dos casos nenhuma acção foi vendida dentro dos trinta dias, e 21% dos casos, algumas mas não todas as acções foram vendidas. Estas descobertas contradizem a suposição de que todas as acções são vendidas imediatamente após o seu exercício admitindo-se assim a hipótese que os executivos poderão possuir informação privada privilegiada e descobrem que será óptimo explorar essa informação através do exercício das SO e receber dividendos e posições fiscais mais vantajosas sendo consistentes os resultados no sentido em que os executivos exploram boas notícias.

Quando os executivos exercem as opções e vendem de seguida as acções, se a venda reflecte um bom *timing*, no sentido em que a cotação das acções decresce depois da transacção, existe a possibilidade dos executivos serem acusados de negócio ilegal. Contudo os executivos podem apontar o facto que, através da manutenção dos valores mobiliários da empresa bem como o investimento de capital humano na empresa, eles são pouco diversificados, e pelo recebimento de compensação na forma de opções, eles devem exercer para consumir (Aboody et al., 2008).

4.2.1 Ilações

Baker et al. (2003) descobriram evidências de discricionários acréscimos bem como de componentes dos resultados anuais que são influenciados pela compensação de SO. Administradores que recebem elevadas quantidades de SO parecem tomar escolhas de diminuir os acréscimos como formas de diminuir o preço de exercício da atribuição das SO. A relação negativa entre SO e acréscimos é mais forte quando a empresa divulga os resultados antes da data de atribuição. A manipulação à volta das datas de atribuição e de exercício é um facto, e os incentivos para manipular as divulgações parece influenciar também o processo de divulgação da informação financeira. As SO como uma forma de reduzir os gastos de agência, podem actualmente induzir a formas de oportunismo pela gestão. Os administradores intervêm no processo de divulgação da informação



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

financeira para baixar o preço de exercício das suas SO antes da sua atribuição, para depois aumentar o valor da sua compensação na data de exercício, aumentando assim na data de exercício o valor das acções valorizando ainda mais o seu ganho. Todas as provas evidenciadas por Baker et al. (2003) em que os administradores actuam em função dos seus interesses, e que para alinhar com os interesses dos accionistas, será necessário aumentar a sua participação no capital, para que estes actuem em função dos seus interesses como investidores.

4.3 Repricing

O crescimento explosivo no uso da SO nas últimas décadas, tem sido acompanhado pelo aumento do interesse académico neste assunto. Foram pesquisados temas como: a avaliação das SO, os efeitos da divulgação dos gastos no uso das SO, a eficácia das SO em termos de compensação, o *timing* da atribuição das opções e o impacto nas acções no exercício antecipado das SO.

Apesar das SO serem tipicamente emitidas com termos fixos e que são especificados explicitamente no *proxy statement* (será apresentada mais à frente esta demonstração), provas (Brenner et al., 2000) sugerem que os seus parâmetros são por vezes alterados, especialmente quando o preço das acções decresce, colocando as opções *out-of-money*. Por outro lado algumas empresas reservam o direito de alterar os termos do contrato de opções, sendo que uma das características é o direito para alterar o preço de exercício, estas podem alterar os preços de exercício das SO antigas e/ou cancelar as mesmas emitindo novas SO. A decisão para alterar o preço de exercício normalmente é feita pelas CR, e este processo de refixar o preço de exercício chama-se “*repricing*” (redefinição). O fraco desempenho anteriormente à redefinição, quando não é direccionado pelo mercado nem por factores do sector de actividade, e não é acompanhada por factores de compensação, quer no caso dos termos das SO ou outras compensações monetárias, leva a que várias empresas redefinem mais que uma vez, significando que o gasto directo com a redefinição pelos accionistas seja pequeno.

4.3.1 Determinar a redefinição

Uma empresa pode redefinir as SO por várias razões. Uma é remover a perda no valor da opção que pode resultar simplesmente pelo mau desempenho do mercado. Durante períodos de mercado favoráveis e de bom desempenho, as cotações das acções podem aumentar mesmo quando a empresa tem um fraco desempenho, o que significa que as SO podem, ter um valor considerável, não garantido pelo desempenho dos executivos. Segue-se que as empresas podem considerar uma redefinição ascendente depois de um desempenho positivo do mercado. Algumas empresas argumentam (Chance et al., 2000) que a redefinição é necessária para manter o talento de gestão, outras podem preferir redefinir em vez de cancelar e/ou de reemitir, porque a



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

redefinição irá modificar um contrato existente e não necessitará do requisito de aprovação dos accionistas, enquanto que o cancelamento e a reemissão pode requerer a aprovação dos accionistas e, portanto, oferecer um maior escrutínio sobre esta questão.

A redefinição pode ser também uma medida apropriada para uma resposta anterior ao declínio das cotações das acções induzido pelo mercado. As descobertas de Chance et al. (2000) mostram que a atribuição de SO aumenta significativamente após os declínios e que os accionistas nunca têm interesses em fazer tal operação e que a ocorrência da redefinição é mais habitual acontecer em empresas com pequena dimensão e em empresas com fraco desempenho. A maturidade para a maior parte dos casos, é inalterada na altura da redefinição dos termos, ou é redefinida para 10 anos o período da opção original.

4.3.1.1 Características das opções redefinidas

A maior parte das redefinições das SO para executivos ocorre quando os preços das acções decrescem levando a que os prémios fiquem *out-of-money*. Nestas circunstâncias, a empresa quererá aumentar o valor das opções, e baixar os preços de exercício ou por outro lado aumentar a maturidade.

Duas questões importantes no que diz respeito ao impacto na redefinição do preço de exercício: a relação entre o novo preço de exercício e o preço de mercado das acções no momento da redefinição, e a percentagem da alteração no valor original do preço de exercício.

Os dados encontrados por Brenner et al. (2000) mostram que apenas em 0,3% das SO, os novos preços de exercício foram redefinidos acima do valor anterior de exercício. Cerca de 19% das opções foram alteradas para valores abaixo do anterior preço de exercício mas acima do valor actual de mercado, 79% foram alteradas ao preço actual de mercado e 1,4% abaixo do preço actual de mercado. Nestes casos a maturidade não foi alterada pela redefinição em mais de metade dos casos na amostra, sendo que, cerca de 45% do total, as suas datas de maturidade foram aumentadas, contudo num pequeno número de casos, cerca de 1,6% a maturidade foi reduzida.

4.3.1.2 Características das empresas que redefinem os termos das SO

Virtualmente todas as alterações envolvem a diminuição do preço de exercício e, possivelmente o aumento da sua maturidade. Uma vez que a redefinição dos termos, normalmente segue um declínio do preço das acções, recompensa efectivamente os administradores quando a empresa tem um fraco desempenho. Geralmente, as empresas argumentam que para manter os seus administradores, a redefinição é necessária para empresas subdesempenhadas, uma vez que estes irão aceitar mais facilmente novos contratos de um rival se a sua



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

compensação baseada em ações perder valor. Este argumento presume que a empresa deve manter os administradores em que verificam um declínio do preço das ações, se sim, deve-se esperar mais redefinições quando todas as empresas de um sector de actividade tenham fracos desempenhos, sugerindo que estes são vítimas de um factor comum e não de má gestão. Os administradores não gostam de opções *out-of-money*, mesmo tendo um valor potencial no futuro, e os CA observam nas SO, incentivos negativos que têm de ser eliminados para que não desmoralize a força de trabalho, existindo uma relação inversa entre a dimensão da empresa e redefinir as opções. Esta relação sugere que as empresas mais prováveis a redefinir as opções são quando o evento proporciona uma maior melhoria em termos de incentivos. Os resultados respeitantes ao tamanho da empresa não parecem atribuídos à volatilidade dos preços das ações das empresas mais pequenas e para evitar problemas de *moral hazard* que podem chegar, quando a redefinição ocorre, deve ser substituída por outra compensação que os administradores normalmente esperam receber. Então a redefinição representa uma janela de oportunidades para administradores com fraco desempenho, em vez de um ajustamento necessário em incentivos ou uma ferramenta para reter talento.

Uma variável que parece ser importante neste contexto é a presença de conflitos de interesses divulgados na CR, quando tal conflito existe, a frequência de redefinição é cerca de 80% maior que o contrário. Outro factor que também é importante é a separação de cargos do CEO e do Presidente do CA. Contudo, quando o CEO e o Presidente são a mesma pessoa, a redefinição é 3 vezes mais provável do que quando os cargos são separados (Brenner et al., 2000).

4.3.1.3 Porque é que as empresas redefinem os termos das SO

Uma importante questão que continua sem resposta é: porque é que algumas empresas escolhem em redefinir enquanto outras face a um declino de preço similar (ações) escolham nada fazer.

A percentagem de participação dos executivos na empresa tem um efeito significativo, pois quanto maior será, maior será o gasto suportado de redefinir pelos executivos, tornando a redefinição menos desejável. A percentagem de administradores tem um efeito significativo (Chance et al., 2000) na redefinição, sugerindo que, quanto maior a extensão do controlo dos administradores, mais provável é a redefinição pela empresa. Foi descoberto fortes indícios de problemas de agência por Chance et al. (2000), nas empresas que redefinem SO, baseados na significância dos *free cash flow* e o domínio dos executivos. Como o tamanho e o desempenho passado são variáveis independentes na lógica da regressão, as empresas em sectores de actividade mais voláteis, estão mais propensas a redefinir as SO, enquanto que a volatilidade não tem efeito na incidência da redefinição.



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa**4.3.1.4 Desempenho das acções durante a redefinição e as suas alternativas**

A redefinição é contudo, um evento parcialmente observado e por vezes após a redefinição, a empresa preenche um documento contendo vários elementos necessários para a redefinição.

Tipicamente, esta informação é simplesmente incluída no *proxy statement* a ser divulgado o que faz aumentar a questão se o mercado reage de alguma forma ao preenchimento e, portanto ao anúncio público da redefinição. Os resultados alcançados por Chance et al. (2000) mostram que nos cinco dias à volta da data do preenchimento do *proxy*, não houve reacções significantes. Podem ser redefinidas e as datas de expiração encurtadas, mas as empresas não querem ter em consideração esta opção, pelo que também podem cancelar as SO antigas e emitir novas SO, para que o valor das SO antigas seja igual ou superior ao valor das novas SO. Outra opção é aumentar a maturidade das SO antigas.

4.3.1.5 Dados e métodos

Chance et al. (2000) referem que em 1993 a SEC começou a obrigar as empresas a fornecer informação no *proxy statement*. Referem que o The Wall Street Journal em 3 de Novembro de 1998 divulgou que as empresas de *High-Tech* são as que mais frequentemente mais utilizam a redefinição, mas esta operação sendo um evento raro, é normalmente discutido, dando razões para que isso possa acontecer, em empresas que estão fase de insolvência ou reestruturações.

4.3.1.6 Ilações

Recentemente, as SO tornaram-se numa componente importante da compensação dos executivos. O benefício da redefinição dos termos das SO aumenta substancialmente quando a maturidade também é redefinida juntamente com a data de exercício. Quase metade das opções redefinidas tiveram as suas maturidades aumentadas. A redefinição dos termos das SO está monotonicamente relacionada ao desempenho negativo e também é mais comum em pequenas empresas, pois tende a serem menos visíveis publicamente (Brenner et al., 2000). No período de um ano antes da redefinição, as empresas perdem cerca de 25% do seu valor e a redução média no preço de exercício é cerca de 40%. Os investidores não reagem à redefinição, pelo menos durante os dias mais próximos do preenchimento do *proxy*, sendo que o desempenho das empresas depois da redefinição é normal. Portanto, a redefinição é uma criação relativamente pouco frequente e a riqueza transferida dos accionistas para a Administração é muito pequena e a redefinição em si mesmo pode não ser mais do que um sintoma de mau desempenho e de problemas de agência associados a pequenas empresas.



4.4 O possível comportamento fraudulento

Nos anos 1980 e 1990 houve nos EUA, uma explosão de planos de compensação baseados em SO. Estas garantem o alinhamento de interesses dos administradores com os accionistas, de modo a reduzir os gastos de agência. Nos últimos anos a proporção de SO decresceu, enquanto que as acções restritas e os planos de incentivos a longo prazo aumentaram, sendo que a tendência actual é trocar as SO para outras formas alternativas de compensação, como refere Andergassen (2008), o melhor exemplo é a Microsoft, que era anteriormente uma das empresas com maiores utilizações de SO.

A recente onda de escândalos como a Worldcom ou a Enron, sugere uma forte ligação entre compensação dos executivos e comportamento fraudulento. Planos de compensação são elaborados para induzir esforços, mas também podem induzir a actividades fraudulentas, no qual um administrador interessado pode manipular os ganhos ou dissimular informação fraudulenta para inflacionar o preço das acções e como resultado, a sua compensação aumentará. Andergassen (2008) relaciona as descobertas com uma ligação positiva entre planos de compensação baseadas em opções e os ganhos dos administradores. Enquanto os accionistas estão interessados no valor da empresa a longo prazo, a compensação dos administradores é uma função do valor a curto prazo, pois aumentar as aquisições de SO mitiga os conflitos entre accionistas e administradores.

4.5 Principais efeitos na atribuição das Stock Options

4.5.1 Efeitos da atribuição de Stock Options

A atribuição das SO aos colaboradores parece seguir um plano padronizado. As SO são formalmente aprovadas por norma uma vez por ano por uma CR, no seio do CA. O ganho potencial será igual ao número de opções exercidas multiplicado pela diferença entre o preço de mercado das acções, na data de exercício, e o preço de exercício das opções fixado na data de atribuição das mesmas. Com o objectivo de maximizar os seus resultados, os administradores têm incentivos para reduzir o preço de exercício, na data de atribuição, ou para aumentar o preço de mercado das acções, na data de exercício.

4.5.1.1 Antes da data de atribuição

O preço de exercício tende a coincidir com o preço de mercado das acções na data em que estas são atribuídas, então os colaboradores têm incentivos para temporariamente diminuir o preço de mercado, na data de atribuição. Isto tem como objectivo uma redução do preço de mercado apenas no curto prazo, sem que haja efeitos no valor da empresa a longo prazo, já que no período de exercício, a intenção será aumentar o valor de mercado das acções de forma a maximizar o valor.



4.5.1.1 Influência sobre o preço de mercado próximo da data de atribuição

Os administradores podem influenciar o preço de mercado manipulando o momento em que são divulgadas as informações, favoráveis ou desfavoráveis, manipulando assim a data de atribuição, ou ainda os resultados apresentados nas DF. A divulgação de más notícias implica uma diminuição do valor de mercado das acções, sendo que os colaboradores preferirão que o mercado tome conhecimento da informação divulgada antes da data de atribuição. Se a informação divulgada for boa, neste caso, preferem que estas sejam conhecidas após a data de atribuição, pois o valor destas aumentará.

Yermack (1997) durante a sua investigação considera que os colaboradores efectivamente manipulam a divulgação da informação no período em torno da data de atribuição, fazendo com que o preço de mercado seja menor do que o esperado, na data de atribuição. Este coloca ainda a hipótese que o momento da divulgação é manipulado, considerando a data de atribuição conhecida e fixa. Constatou também que a divulgação dos resultados imediatamente após a data de atribuição são geralmente mais favoráveis do que os efectuados imediatamente antes da data de atribuição e concluiu que a data de atribuição das acções é o dia anterior ao do anúncio dos resultados trimestrais e a segunda data mais popular é o dia do anúncio desses mesmos resultados.

No relato das informações financeiras estas podem ser oportunistas ou informativas. A maior parte da investigação sobre as SO adopta uma perspectiva oportunista, com o objectivo de aumentar o valor das remunerações atribuídas sob a forma de SO. Baker et al. (2003) previram e descobriram que as empresas que compensam os seus colaboradores com uma elevada percentagem de remuneração através de SO, tendem a utilizar menos acréscimos e diferimentos para aumentar os seus resultados correntes.

4.5.1.2 Depois da data de atribuição

Um dos objectivos da atribuição das SO é garantir que a atenção dos colaboradores se centra na maximização do desempenho da empresa no longo prazo e não no curto prazo. Após a data de atribuição das SO, os colaboradores podem maximizar os seus ganhos com as SO através da manipulação dos resultados ou alterando o preço de exercício do plano de SO inicialmente aprovado.

Foi descoberto por Yermack (1997) que o preço das acções começou a aumentar depois da atribuição das SO aos CEO, e que as empresas realizam no mercado, numa base regular, o risco através de pouco mais de 2% nos próximos 50 dias negociáveis. Para atribuir a este retornos anormais, às não relacionadas boas notícias, deve-se acreditar que os investidores continuam sem conhecimento da concessão de SO algum tempo após a data de atribuição. A única via oficial que as empresas têm como forma de informar sobre as concessões



Capítulo IV – Efeitos das SO e valorização da empresa

de SO, ocorre na divulgação das DF.

4.5.1.2.1 Influência sobre o preço de mercado após a data de atribuição

Administradores que detêm quantidades substanciais de acções e de SO tendem a aumentar os resultados recorrendo ao reconhecimento como gasto ou como activo das despesas com investigação e desenvolvimento. Uma das formas de alterar a política de dividendos tendo em vista a obtenção de ganhos é diminuindo o valor dos dividendos pagos relativamente aos valores previstos. Uma vez que o ganho das SO é determinado pelo aumento do preço de mercado das acções, uma redução dos dividendos tenderá a aumentar o valor das SO.

4.5.1.2.2 Alteração do preço de exercício

Alterando os termos inicialmente aprovados pelo plano de SO, uma outra forma dos colaboradores maximizarem os seus ganhos após a data de atribuição, é nomeadamente através do preço de exercício. Apesar das SO serem geralmente atribuídas com termos previamente fixados, por vezes esses termos são alterados, quando há uma descida da cotação das acções. A alteração dos termos originais motiva críticas, nomeadamente, parece compensar os administradores pelo seu mau desempenho, uma vez que a alteração ocorre em períodos de mau desempenho das acções em bolsa e de descida do valor da empresa, e estes beneficiam quer a cotação das acções da empresa suba quer desça.

Porquê e como as entidades alteram os termos dos planos de SO? Qual é o impacto na valorização das SO? Quais são as características das empresas que procedam a tais alterações? São algumas das questões relativas à alteração dos termos das SO que foram respondidas.



Capítulo V

Compensação dos executivos
e o desempenho da empresa

Capítulo V – Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

Poucos temas na história das empresas modernas têm atraído as atenções como a compensação dos executivos. Anteriormente relegado para a obscuridade relativa aos periódicos financeiros, a compensação dos executivos tornou-se num tema internacional, que atingiu características rotineiras nas manchetes da imprensa. Várias razões têm ligado os factores que contribuíram para a amplitude do interesse da compensação dos executivos, como o escalonamento da compensação dos CEO, a compensação realizada e o ataque populista da riqueza dos executivos.

Motivado pelos escândalos financeiros e pela crise financeira internacional, tem suscitado nos últimos anos um maior interesse na realização de estudos sobre a relação entre o nível de remunerações dos executivos de topo e o desempenho das empresas por si geridas. Vários são os estudos que focam a temática da remuneração dos executivos das empresas, no entanto, poucos são os realizados para empresas fora dos EUA. Também tem havido uma explosão da pesquisa académica sobre a compensação dos executivos, esta pesquisa sobre a compensação dos CEO tem crescido mais rápido do que os próprios pagamentos aos CEO, de um, dois artigos em 1985 para sessenta em 1995 (Murphy, 1999). A história moderna da pesquisa da compensação dos executivos começou nos inícios dos anos 1980, paralelamente à imergência e aceitação geral da teoria da agência. A separação da propriedade e controlo nas empresas modernas, é o problema de agência formalizado por Jensen e Meckling.

Na maior parte da empresas e organizações, os colaboradores contribuem mais para atingir os principais objectivos do que o mínimo que podem extrair das suas organizações ou empresas através da execução da supervisão da não especificação de termos nos contratos de trabalho. Então, o que motiva na maior parte das vezes os colaboradores para trabalhar vigorosamente para o bem-estar da organização? Todas as empresas enfrentam problemas comuns: benefícios que são adquiridos e partilhados em conjunto por todos, entre os contribuintes e os não contribuintes. As diferenças nos incentivos e nos gastos de transacção não são apenas as únicas razões que há diferentes formas de organizações económicas (Cordes et al., 2008).

5.1 Relação entre compensação e o desempenho

A maior parte das pesquisas sobre a relação entre a compensação dos executivos e o desempenho da empresa tem vindo a ser firmemente enraizada na teoria da agência: planos de compensação são criados para alinhar os



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

interesses dos executivos avessos ao risco e auto interessados com os interesses dos accionistas. As remunerações são um tema que suscita grande interesse, especialmente quando se refere a lugares de topo, onde a componente variável assume um peso importante. O estudo elaborado por Pereira do Nascimento (2009) procura analisar todas as empresas cotadas na Euronext Lisbon e averiguar qual o impacto do desempenho da empresa na determinação da remuneração dos membros do CA. Este concluiu que os administradores tendem a beneficiar da conjuntura bolsista e que a remuneração variável não é, necessariamente, usada como forma de premiar o bom desempenho.

Os CA poderão ser compostos por administradores executivos, que desempenham um papel activo na gestão diária da empresa, e não executivos, que asseguram o acompanhamento e avaliação contínua da gestão da sociedade por parte dos administradores executivos. Assim, a remuneração será dividida entre a remuneração dos administradores executivos e não executivos de forma a conseguir-se uma melhor interpretação da realidade de cada organização. Esta remuneração, especialmente a dos administradores executivos, contempla uma parte fixa e outra variável. Segundo os princípios da Teoria da Agência, a componente variável, por estar directamente relacionada com o desempenho da empresa, é uma forma de alinhamento de interesses entre administradores e accionistas conduzindo a um comportamento maximizador do valor da empresa e da riqueza do accionista.

Em muitos estudos sobre a saída dos CEO como refere Murphy (1999), têm tentado distinguir entre reforma normal e separações anormais dirigidas pelos fracos desempenhos. A normal ligação para a reforma normal é a idade do executivo, uma vez que os CEO mais velhos têm mais probabilidades de deixar as suas posições por razões que não têm nada a ver com o desempenho, ou seja, os resultados dos estudos demonstram que os CEO não saem da empresa por maus desempenhos, mas sim por idade, o que se pode pensar que independentemente do desempenho, o CEO continuará em funções.

5.1.1 Comissão de Remunerações

A existência de uma CR nas empresas cotadas é encarada como um mecanismo de *corporate governance* que permite um melhor alinhamento entre os interesses dos accionistas e da gestão. Alguns estudos referidos por Pereira da Silva (2009) apontam que uma CR independente do órgão de administração (em especial, as que não incluem administradores executivos) estão melhor habilitadas a desenhar esquemas de incentivos mais apropriados não só à adequada compensação dos administradores, como também a um desempenho sustentado das empresas no longo prazo.

Nesta matéria, com o objectivo de criar as condições para que se optimize aquele alinhamento, as recomendações de *corporate governance* da CMVM apontam para que as CR sejam integralmente compostas por membros independentes do órgão de administração das empresas (Pereira da Silva, 2009).



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

Os esquemas de compensação desempenham um papel fundamental na atracção e manutenção de administradores qualificados. A importância da remuneração dos administradores e a sua função dentro das organizações tem merecido, num passado recente, a atenção dos académicos, da imprensa e dos reguladores. Assim, a CR introduz um terceiro actor nas relações de agência entre os accionistas e a gestão das empresas, cujo papel é decisivo para a adequada definição e controlo da implementação de esquemas de incentivos salariais para a equipa de gestão. Tipicamente, integram na CR membros do CA das empresas, havendo a convicção que a independência destes membros se revela essencial para o efectivo funcionamento da comissão, em alinhamento com os interesses dos accionistas.

Devido à sua importância na definição de incentivos para a equipa de gestão, e à subsistência de problemas de alinhamento de interesses, têm sido variadas as iniciativas de governos e de reguladoras para mitigar as potenciais falhas do mercado. A presença de administradores executivos na CR poderá traduzir-se em potenciais conflitos de interesses na fixação das remunerações da equipa de gestão, devido ao comportamento oportunístico que estes podem assumir.

Pereira da Silva (2009) no seu estudo refere que o Congresso americano e a *National Association of Corporate Directors* (NACD) criticaram igualmente a presença dos executivos nas CR. Por exemplo, a NACD defendeu que as CR deveriam ser totalmente independentes. Na mesma linha, um inquérito efectuado pela revista *Fortune* a um conjunto de directores de empresas da *Fortune* 1000 apurou que 84% dos inquiridos defendia que a CR deveria ser composta exclusivamente por não executivos. Em 1993, o próprio sistema fiscal americano proibia determinadas deduções fiscais para executivos, se estes fossem membros da CR da empresa.

Dentro da mesma linha, a SEC considera a CR como um importante mecanismo de monitorização. Para proteger os accionistas do 'oportunismo' dos administradores, a SEC – assim, como outras entidades reguladoras – desenvolveu diversas recomendações relacionadas com a composição das CR. Das recomendações emanadas destaca-se a importância da CR ser exclusivamente composta por administradores independentes, com o intuito destes agirem com o objectivo de assegurar uma apropriada remuneração da gestão.

As preocupações das reguladoras e dos governos reflectem a ideia que os pacotes remuneratórios podem ser mais favoráveis para os CEO quando a CR inclua executivos. As CR são geralmente compostas por cinco ou menos membros, pelo que a simples participação de um executivo na CR poderá influenciar as decisões do mesmo. A questão da independência da CR tem suscitado um intenso debate na literatura académica, uma vez que nos últimos anos têm surgido trabalhos académicos cujo objecto de análise recaiu sobre a importância de uma CR independente. Destes trabalhos têm sobressaído duas visões antagónicas acerca da presença de executivos nestas comissões.

A primeira, em linha com as razões já apresentadas, defende a exclusão de executivos na CR. Nesta óptica, se



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

os executivos fossem removidos da CR existiria, como já referido, um melhor alinhamento de interesses entre equipa de gestão e os accionistas. Uma CR só é independente, apenas se esta não tiver executivos como membros. A SEC em 1992 introduziu regulamentação relativa à remuneração dos CEO. Entre esses regulamentos constam as “*compensation disclosure rules*” que obrigam a CR a produzir um relatório detalhado das remunerações dos executivos e a divulgá-lo com os relatórios e contas. Com estas medidas verificou-se que antes da regulamentação a remuneração dos CEO tinha uma maior componente fixa, após a reforma, a relação entre a remuneração e o desempenho das empresas aumentou (maior rácio entre componente variável e componente fixa). Verificou-se também um aumento geral das remunerações dos CEO americanos, bem como uma subida generalizada dos níveis de remuneração e do valor de SO atribuídas (Pereira da Silva, 2009).

Outras correntes sustentam uma segunda visão, na qual defende-se que os executivos têm vantagens de informação sobre os não executivos e compreendem melhor a cultura e a estratégia da empresa, assim, têm maior aptidão para desenhar contratos de compensação óptimos. Com efeito, a um aumento dos conflitos de interesses e problemas de agência derivados da presença de executivos na CR, contrapõe-se uma diminuição dos gastos de transacção provenientes da diminuição dos gastos dos contratos e melhoria do funcionamento organizacional. A presença dos CEO nas CR das empresas recentemente criadas ou em que aqueles detêm uma proporção significativa do capital pode conduzir ao desenho de uma estrutura de incentivos eficiente para a restante equipa de gestão. Os executivos compreendem melhor os aspectos específicos sociais e políticos da empresa que poderão ser úteis aos restantes.

Pereira da Silva (2009) resume, que as comissões compostas pelo CEO, tem uma menor componente fixa e assente na distribuição de SO, por outro lado comissões exclusivamente independentes tendem a pagar mais aos executivos. A presença do CEO na CR não é problemática para os accionistas, estes quando estão presentes na CR, aquando da definição do seu salário, tendem a ser modestamente remunerados (recebem menor componente fixa e menor remuneração total).

No panorama nacional, afirma Pereira da Silva (2009) que foram referenciados dois estudos que abordam a relação existente entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas cotadas portuguesas. Pereira da Silva (2009) procurou uma evidência sobre o papel desempenhado pelos administradores não executivos (independentes) do CA no alinhamento dos interesses entre gestão e accionistas, em particular no que se refere à compensação dos administradores executivos.

O primeiro, analisa a relação existente entre o desempenho das empresas cotadas na Euronext Lisbon entre 2002 e 2004, a estrutura dos respectivos CA (a proporção entre executivos e não executivos) e a remuneração dos seus administradores executivos. Os resultados obtidos sugerem não existir uma associação positiva entre o desempenho das empresas (medida quer por indicadores de mercado – retorno accionista – quer por indicadores de natureza contabilística – ROE e ROA) e a compensação dos administradores. Ao invés, a variável que parece ser determinante na remuneração dos executivos (inclusive da componente variável da



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

remuneração) é a dimensão das empresas (medida pelo volume das vendas). Foi concluído que empresas com uma maior proporção de não executivos no CA tendem a remunerar melhor os administradores executivos e que na situação limite de empresas que não possuem qualquer não executivo no CA parece existir evidência de um melhor alinhamento entre os interesses da gestão e dos accionistas.

O segundo estudo, procura igualmente analisar a relação existente entre a remuneração dos administradores executivos e o desempenho das empresas cotadas na Euronext Lisbon no período 2002-2005. O efeito dimensão (medido pelo Activo Líquido Total) continua a ser apontando como o principal factor explicativo da remuneração dos administradores executivos, sendo esta é tanto maior quanto maior for a empresa. De igual modo, não foi encontrada evidência pela autora de que aquela remuneração estivesse positivamente associada ao desempenho das empresas. Por fim, foi detectada uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a rendibilidade das acções das empresas que possuem uma menor proporção de não executivos no CA.

São utilizadas algumas das variáveis sugeridas pela literatura, designadamente a rendibilidade de mercado das acções, o ROA, o ROE, os resultados líquidos, a capitalização bolsista, o volume das vendas e a sua taxa de crescimento potencial como indicador de crescimento da empresa, com o objectivo de testar a hipótese que a remuneração dos administradores se encontra positivamente associada ao desempenho das empresas, em particular naquelas que possuam CR totalmente independentes ou com níveis mais elevados de independência.

As empresas tendem a explorar a flexibilidade dos requisitos das reguladoras dos mercados de capitais (CMVM, SEC, etc.), em relação aos dados da compensação dos executivos, que divulgam baixos valores de compensação, em relação aos verdadeiros valores. Estes valores são influenciados em grande parte pelas avaliações das SO no final de cada ano, através dos métodos praticados, que “conseguem” apresentar valores mais baixos do que os verificados, em cerca de 9%, refere Yermack (1998).

5.1.1.1 Evidência em Portugal

Foi recolhido por Pereira da Silva (2009), dados que mostra a independência das CR e a presença de accionistas com participação qualificada nessas comissões, a remuneração da equipa de gestão e o desempenho económico de todas as empresas cotadas portuguesas para os exercícios de 2005 a 2008. A informação recolhida teve como fontes os relatórios de *corporate governance* e dos relatórios divulgados publicamente pela CMVM sobre esta matéria. Através dos dados recolhidos por Pereira da Silva (2009), concluiu-se que cerca de 50% das CR são independentes, apesar que, se verifica que estas estão a ficar mais independentes (2005 - 46% a 2008 - 60%). Já a presença de accionistas detentores de participações qualificadas nas CR tem registado uma tendência que se pode afirmar decrescente.



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

Embora a CMVM recomende que se publique as remunerações dos membros do CA e da CE, a mesma não é exigida por lei (até ao final de 2010 não era, mas a partir de 1 de Janeiro de 2011 passou a ser), o que faz com que a grande maioria opte por não divulgar individualmente as remunerações dos administradores, embora faça a distinção entre administradores executivos e não-executivos.

Pereira da Silva (2009), verificou que as remunerações médias da gestão estão associadas à dimensão das empresas e ao seu desempenho (empresas de maior dimensão poderão obter resultados superiores, não sendo, porém, necessariamente mais rentáveis). Verificou uma evidência que as remunerações variáveis seriam menos dependentes dos resultados líquidos do que as remunerações fixas. Também o grau de associação entre as variáveis relacionadas com o desempenho da empresa e a compensação da equipa de gestão não é afectado significativamente pela independência da CR. A existência de uma CR independente tem uma ténue influência na associação entre a compensação da equipa de gestão e as medidas de desempenho da empresa, concluiu Pereira da Silva (2009).

5.1.2 Determinantes da Remuneração

Uma forma de minimizar o risco de agência passa pela introdução de compensações que premeie o desempenho. Uma medida capaz de avaliar o desempenho da empresa é o retorno da acção, concluindo que a remuneração total parece não reflectir alterações no retorno da acção.

As empresas de maior dimensão são as que melhor remuneram os seus administradores. Este resultado também pode reflectir problemas de agência, que podem ser mais graves em empresas de maior dimensão (Pereira do Nascimento, 2009). Os resultados de Pereira do Nascimento (2009) indicam que à medida que a dimensão aumenta, aumenta também a remuneração. Grande parte do diferencial da remuneração entre empresas de dimensão grande e de dimensão pequena é explicada pela componente variável da remuneração. À medida que a dimensão da empresa aumenta, a componente variável também aumenta, sendo que os CA com maior proporção de membros não executivos tendem a remunerar melhor o CEO. No entanto, a remuneração total dos membros do CA parece ser superior nas empresas de *Technology* e nas do sector de *Consumer Services*, e a remuneração total dos administradores não executivos tende a ser menor nos sectores de *Financials* e *Consumer Goods* (Pereira do Nascimento, 2009). Pereira do Nascimento (2009) salienta para o impacto dos grandes accionistas que, quando esta participação é superior a 50%, têm poder suficiente para que a prossecução do objectivo de maximização do valor da empresa seja respeitado. Assim, é de esperar que, em última estância, quanto maior a participação no capital da empresa dos grandes accionistas, maior o retorno da empresa. Quando a dimensão da empresa aumenta a remuneração total do CA aumenta. Os resultados obtidos (Pereira do Nascimento, 2009) indiciam que a variável “grandes accionistas” não tem grande poder explicativo na variável remuneração, sendo apenas significativa quando analisada a componente variável da remuneração,



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

mas com sinal contrário ao esperado no caso dos administradores executivos.

5.1.3 Remuneração do Conselho de Administração

Segundo os Regulamentos nºs 7/2001 e 11/2003 da CMVM, entre os membros não executivos do CA deve existir um número suficiente de membros independentes. Em média, segundo o estudo de Pereira do Nascimento (2009), um CA de uma empresa cotada em Portugal auferem por ano cerca de 3 milhões de euros. A média de remuneração total revela uma tendência crescente nos últimos anos, aumentando cerca de 48% de 2002 para 2005 (o aumento é significativo tendo em conta que o número médio de administradores se mantém constante). Os administradores executivos do CA auferem cerca de 2,895 milhões de euros por ano, em média, valor bastante superior aos 640 mil euros auferidos pelo conjunto dos membros não executivos é expectável na medida em que os executivos assumem um papel activo na gestão da empresa. Observando a evolução ao longo do período 2002-2005, constata-se uma tendência ascendente das remunerações, mantendo-se a discrepância entre executivos e não executivos. Cerca de 23% da remuneração auferida pelos executivos é variável. Relativamente à remuneração dos membros não executivos do CA, ela é maioritariamente composta por uma componente fixa.

5.1.3.1 Políticas de pagamento

Os contratos de remuneração dos CEO não são um assunto privado entre os accionistas e o agente. A divulgação pública do pagamento dos executivos exigido pela SEC, garante virtualmente que uma terceira parte como os restantes colaboradores, sindicatos, consumidores e os media, afectam os tipos de contratos escritos entre a gestão e os accionistas. Embora a imprensa financeira estando a seguir a compensação dos CEO há décadas, a compensação dos CEO não era um tema realmente público ante ao início dos anos 1990. Jensen and Murphy prevêem que o ataque populista às remunerações dos CEO irá levar a níveis de remuneração mais baixos e a mais baixas sensibilidades remuneração-desempenho. Contudo, tanto o nível de remuneração dos CEO, como a sensibilidade da riqueza dos CEO ao desempenho do preço das acções, tem aumentado substancialmente desde a controvérsia das remunerações atingiu um pico inicial nos inícios dos anos 1990.

Comportamentalistas organizacionais têm focado nos potenciais gastos da disparidade das remunerações entre o grupo de gestão de topo e entre os executivos e colaboradores de níveis inferiores. Compreender os efeitos das desigualdades da remuneração nas organizações, e compreender o papel dos políticos em modelar as práticas da compensação, parece uma direcção natural para pesquisas futuras da compensação dos executivos (Murphy, 1999).



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

5.1.4 Omissão da remuneração

Derivado às críticas públicas da aparente desconexão entre o desempenho da empresa e a compensação dos CEO Jackson et al. (2008) afirmam que as CR estão relutantes a penalizar os CEO pelo fraco desempenho operacional. Se a compensação é vista como um direito em vez de uma recompensa pelo bom desempenho da empresa, deve-se verificar uma fraca relação entre desempenho da empresa e a omissão das compensações dos CEO, especialmente quando o desempenho é fraco. Os dados, alegam que as CR são relutantes em penalizar severamente os CEO pelo fraco desempenho operacional. De facto as descobertas sugerem que as CR estão dispostas a penalizar os CEO através da completa omissão da compensação quando, tanto os resultados como os indicadores de medição de desempenho contabilístico são fracos.

5.1.5 Compressão salarial

Enfraquecendo a ligação entre o pagamento e o desempenho é uma resposta comum para processos de comparação social. Através de medidas para reduzir as diferenças de remuneração entre os colaboradores, os administradores reduzem o impulso que os colaboradores terão em invejar os rendimentos dos seus pares. Através da adopção de compensação uniforme, os administradores essencialmente evitam temas de justiça distributiva, quando todas as remunerações forem iguais, percepções de iniquidade deve ser o resultado das diferentes percepções de desempenho em vez da remuneração.

Nickerson e Zenger (2008) distinguiram dois tipos de compressão salarial. Compressão salarial horizontal no qual se refere à adopção da compensação uniforme para indivíduos com equivalentes e idênticas funções. O outro tipo de compressão salarial é a compressão salarial vertical, que surge entre os colaboradores de diferentes posições, ou funções completamente diferentes. Compressão salarial vertical envolve a redução da variação do rendimento através de diferentes posições ou funções, apesar do potencial e ampla variedade de posições e funções.

A compressão salarial vertical é a melhor resposta pela gestão para combater a redução de esforço, o qual ocorre como resposta à inveja entre os indivíduos com talentos diferentes.

5.2 Indicadores da contabilidade como medida de desempenho

O essencial é a selecção dos indicadores de medição de desempenho da contabilidade. O critério para a selecção por parte de Jackson et al. (2008) foi que estejam directamente disponíveis ou que sejam directamente determinados pelas empresas, como as DR e as DFC. Este critério foi invocado porque compensação a curto



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

prazo é principalmente determinada pela referência ao desempenho anual reportada das DF.

Jackson et al. (2008) definiu 5 indicadores de medição de desempenho contabilístico:

Equity offering fundamental (Emissão de acções), *income fundamental* (RAI), *accounting fundamentals* (Margem, Vendas (excluindo gastos administrativos) e *Cash Flows* Operacionais).

Equity offering: está relacionado com a emissão de acções ordinárias. A emissão de acções adicionais não é apenas um gasto de financiamento externo, mas pesquisas indicam que as empresas que emitem acções experienciam maus desempenhos nos resultados e nas cotações das acções. Por estas razões, a emissão é geralmente considerada como um sinal negativo, contudo acredita-se que a emissão de acções pode ser considerada como um efeito positivo na compensação dos CEO, sendo que normalmente a decisão de aumentar o capital parte do CA. Porque os CEO geralmente têm participações nas empresas que gerem, a sua riqueza é afectada adversamente pela emissão das acções. As CR reconhecem estas circunstâncias e tentam contrabalancear os efeitos negativos na riqueza na compensação dos CEO, pela emissão de acções.

Income fundamental: o RAI é um indicador importante dos resultados, indica se a empresa atingiu os objectivos ou não. Pesquisas sugerem que o insucesso da empresa em não atingir qualquer desses objectivos, resulta numa reacção negativa do preço das acções. Dadas as consequências negativas no mercado, de resultados negativos, ou alterações nos resultados, é previsível que será entendido como um sinal negativo em relação ao desempenho dos administradores. Adicionalmente, perdas são potencialmente um sinal de problemas profundos.

Accounting fundamentals: um aumento da margem (em percentagem) sugere que a empresa tem a capacidade de cobrar um preço maior pelos produtos, e/ou a empresa seja bem sucedida em reduzir gastos de produção. Ambas as potenciais explicações são normalmente seguidas pelas CR como um sinal positivo respeitante ao desempenho dos administradores. Adicionalmente a margem pode ter implicações para os futuros *cash-flows*. Um valor positivo das vendas ou a variação, indica que as vendas estão a aumentar e/ou os gastos administrativos estão a diminuir. O controlo da despesa sugere, um aumento da eficiência, no qual é provável observar um sinal positivo respeitante ao desempenho dos administradores. Os *cash-flows* operacionais são um indicador, em que a empresa reporta as alterações operacionais positivas. É amplamente entendida como um acréscimo de rendimentos diferente dos rendimentos monetários, e existe muitos proponentes em usar os rendimentos monetários em vez dos acréscimos de rendimentos para propósitos de avaliação de rentabilidade da empresa.



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa**5.2.1 Motivação geral pelos indicadores de medição de desempenho da contabilidade**

Uma das responsabilidades das CR é avaliar o desempenho dos executivos e emitir recomendações sobre a compensação dos mesmos. Enquanto a compensação não é a maior componente de todas as remunerações dos executivos, mas tem um papel integrante nos sistemas de controlo da gestão através da ligação das políticas de compensação aos objectivos estratégicos, argumentando que uma função importante da comissão é estabelecer possíveis critérios para determinar a compensação dos executivos além das variáveis tradicionais de desempenho da empresa. Consistente com este ponto de vista, existe a tendência de usar na prática um portfolio da direcção de medidas de desempenho financeiras e não-financeiras para avaliar o desempenho dos executivos.

Na medida em que os indicadores de medição de desempenho avivam a medição do desempenho e fornecem informação que é incremental para o preço das acções e para os resultados, as CR podem usar estas medidas adicionais de desempenho para avaliar os executivos e emitir recomendações sobre a compensação dos mesmos. Contudo, não houve evidência que indicasse que os indicadores de medição de desempenho são actualmente usados como argumentos contratuais nos planos de compensação. Pesquisas anteriores indicavam que as medidas de desempenho usadas nos planos de compensação de executivos podem ser apenas observados nas partes contratantes e as empresas raramente divulgam os detalhes dos contratos de remuneração (Jackson et al., 2008). Os indicadores de medição de desempenho podem ser: considerados pelas CR como um critério; relacionados com factores que as CR considerem no exercício dos seus critérios; e relacionados com factores que são incluídos nos argumentos contratuais. Pesquisas indicam que as CR têm uma influência discricionária sobre a compensação dos executivos e dos critérios aplicados na compensação.

Dado que os executivos por vezes são pagos quando há resultados negativos e a sua compensação às vezes aumenta quando as perdas são maiores, é possível que factores que não sejam resultados e que são importantes quando o desempenho dos mesmos seja fraco. Consistente com esta conjectura, a subjectividade em fixar compensações é positivamente relacionada com a existência de uma perda operacional. A dimensão que os resultados negativos ou em decréscimo, é em parte, relacionada a eventos que vão para além do controlo do CEO, as CR podem escolher em desviar dos planos formulados e exercer critérios na determinação da compensação.

5.3 Participação dos Executivos

Assumimos que dentro do conjunto de contratos gerais da empresa, os accionistas escolhem um contrato de compensação de administradores que inclua uma parte de capital próprio da empresa. Esta parte de capital próprio é escolhida para maximizar o valor de retorno (dividendos) dos accionistas sujeito a restrições na participação.



5.3.1 Características das empresas: participação dos administradores

Empresas com activos mais difíceis de monitorizar terão maiores níveis de participação dos administradores. A dimensão da empresa é um efeito ambíguo no alcance do *moral hazard*. Por um lado, monitorizar e os gastos de agência podem ser maiores nas empresas com maior dimensão. As empresas com maior dimensão, estão mais propícias a contratar administradores mais talentosos, no qual são financeiramente saudáveis, sugerindo um nível de participação dos administradores mais elevado. Por outro lado, as maiores empresas puderam apreciar as economias de escala na monitorização pelas administrações de topo, pelas agências de *rating*, levando a um menor nível óptimo de participação dos administradores.

Foi enfatizado que a participação dos administradores são uma parte num maior conjunto de contratos de equilíbrio empreendidos pelas empresas para alinhar incentivos à maximização do valor das empresas, e a participação dos administradores pode ser explicada por características observáveis no ambiente de contratação da empresa, como a volatilidade do preço das acções e a composição dos activos, como previsto na visão das contratações.

A perda de valor da empresa reflecte gastos de agência residuais, ou gastos de agência restantes depois de escolhidos mecanismos de controlo corporativo. Meios alternativos de reduzir os gastos de agência incluem a alavancagem financeira, aumento na confiança dos directores exteriores, accionistas importantes, investidores institucionais, política de dividendos e alterações radicais no controlo corporativo. O nível da política de dividendos que pode reduzir os gastos de agência, depende da importância do alcance do *moral hazard* e das despesas fiscais de liquidar dividendos. Os dividendos líquidos de uma maior reestruturação também reflectem ligações para o *moral hazard* e os efeitos na empresa (Himmelberg et al., 1999).

5.3.2 Tendências da participação no capital por parte dos CEO

A participação no capital fornece a ligação mais directa entre os accionistas e a riqueza dos CEO. A compensação dos CEO aumentou substancialmente desde o início dos anos 1990, enquanto a percentagem de acções detidas pelos CEO têm vindo a decrescer. Nos resultados encontrados por Murphy (1999) entre 1987 e 1996 do S&P 500, nas empresas industriais, a participação decresceu de 0,14%, para 0,11%. Já nas empresas de serviços financeiros aumentou de 0,07% para 0,12% entre 1987 e 1989, mas tem decrescido desde então. Nas empresas de utilidades decresceu de 0,05% para 0,03%. Nas restantes empresas do índice, decresceu de 0,35% para 0,14%. Quando o preço das acções sobe, os executivos vendem as suas acções, diminuindo a sua participação.



5.4 O Desempenho e o Mercado

Uma razão porque a informação sobre as SO poderá melhorar, é sobre as medidas históricas relacionadas às descobertas empíricas (Cremers et al., 2008) sobre a literatura do preço das opções e volatilidade dos preços das acções e do risco desse aumento. Os preços das opções derivadas do capital próprio contem informação sobre o risco de crédito, os *spreads* dos créditos e as obrigações abaixo do par são mais sensíveis à volatilidade do preço das acções e do risco desse aumento.

Será que o desejo em atingir um preço alto das acções induz a que os administradores se comportam de forma míope, inflacionando os resultados correntes, em detrimento dos benefícios a longo prazo? Questiona Stein (1999). A excessiva pressão do mercado de capitais, pode ter efeitos adversos no desempenho da empresa. É de salientar que a pressão dos mercados de capitais tenderá a agir como um instrumento disciplinário. De acordo com estes pensamentos (Stein, 1999), as queixas dos administradores em relação à pressão dos mercados de capitais são auto-serviços e deveriam não ser levados a sério e os administradores simplesmente estão à procura de preservar a discrição que eles necessitam para gerir as suas empresas de acordo com as suas preferências pessoais.

A visão tradicional económica é que não existe nenhuma distinção significativa entre maximizar o preço das acções a curto prazo e maximizar o preço das acções a longo prazo, ambas levam a decisões de investimento eficientes. Se a bolsa apresenta um elevado padrão de eficiência, pode por isso, concluir-se que as cotações que se praticam no mercado reflectem, na maioria das vezes, quer a informação disponibilizada publicamente quer o valor real das empresas, refere Teixeira dos Santos (2000) quando era Presidente da CMVM.

Murphy (1999), questiona se os incentivos interessam. Mercados de capitais eficientes? A escassez de provas empíricas ligando a compensação baseada em acções aos retornos dos accionistas, reflecte a convicção financeira dos economistas nos mercados de capitais eficientes. Os preços actuais das acções reflectem toda a informação pública disponível (e alguma privada também), e informações sobre a sensibilidade pagamento-desempenho do CA estão disponíveis publicamente e já incorporadas nos preços das acções.

O cenário descrito, assume que os mercados são completamente eficientes e incorporam toda a informação relevante em relação aos incentivos dos administradores. Os retornos subsequentes das acções podem claramente ser afectados quando a informação relevante não é pública (como os detalhes dos planos de bónus anual, ou compromettimentos não anunciados de futuras concessões de opções), ou quando os accionistas não conseguem estimar ou interpretar o impacto da compensação nos comportamentos dos administradores (Murphy, 1999).



5.5 Proxy Statement (Declaração/Demonstração de Procução)

Proxy Statement é uma comunicação da empresa para os seus accionistas antes da AG (encontro anual), para informar os accionistas sobre eventos significantes que irão ter encontro na AG e dar informação necessário para os accionistas votarem. A SEC obriga a que todas as empresas que tenham as acções à venda num mercado público forneçam o *proxy statement* aos accionistas. Um típico *proxy statement* inclui informação sobre: Questões a serem votadas na AG, juntamente com o formulário do *proxy* no qual os accionistas podem usar para votar se não poder ir à AG. Posições do CA a serem votadas e descrições e da experiência dos candidatos a administradores. A compensação dos administradores e auditores.

Em cada ano, o governo exige que as empresas de capital aberto forneçam aos seus accionistas um *proxy statement* que detalha um conjunto de informações muito importantes que não podem ser encontradas em nenhum outro lugar. Como um proprietário - e é isso que alguém é se possuir acções de uma empresa - o *proxy statement* irá mostrar:

- *Proxy statement* deve incluir uma explicação das questões que os accionistas da empresa necessitam para votar, como alterações no estatuto social, fusões, *spin-offs*⁷, ou outras actividades da empresa. Este é o local onde o documento recebe o seu nome - o cartão de eleitor que é preenchido como accionista da empresa é chamado de *proxy*.
- *Proxy statement* inclui os nomes, idades e biografias dos administradores actuais que servem no CA para que os accionistas possam tomar uma decisão informada sobre se desejam ou não votar a favor deles para representar os seus interesses.
- Importante também, a *proxy statement* inclui a remuneração e benefícios recebidos pelos administradores de topo da empresa, incluindo o CEO, CFO, e outros executivos importantes. Isto permite ver se eles são remunerados de mais ou não, e se é justificada com base no desempenho da empresa.
- O número de acções detidas pelos administradores e executivos devem ser divulgados no *proxy statement*. Ao olhar para o *proxy statement* da empresa, pode-se verificar se o CEO ganhou mais em dividendos a partir das suas acções da empresa do que em salário e bónus. Isso trás confiança, pois o CEO iria fazer o que era certo para os accionistas, porque ele estava na mesma situação económica como todos os restantes, uma vez que também era accionista da empresa.

⁷ Utilizado para descrever uma nova empresa que nasceu a partir de um grupo de pesquisa de uma empresa, universidade ou centro de pesquisa público ou privado, normalmente com o objectivo de explorar um novo produto ou serviço de alta tecnologia. É comum que estas se estabeleçam em incubadoras de empresas ou áreas de concentração de empresas de alta tecnologia.



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

Joshua Kennon in *About.com*, teceu alguns comentários sobre esta demonstração. Afirma que a verdade é que a *proxy statement* é um dos documentos mais interessantes para ler como um investidor. Mostra o quanto alguns executivos são pagos e quão ridículo algumas das vantagens são. Há vários anos, havia uma empresa que tinha um jacto particular que enviava pelos EUA de uma costa à outra, apenas para trazer o cão do CEO ao gasto de dezenas de milhares de dólares para a empresa. Este é realmente o tipo de pessoa a quem se deseja confiar?!

São demonstrações de pouco profissionalismo como documentado por Joshua Kennon, que temas como a compensação dos executivos, levam a que sejam muito discutidos e estudados. Claramente alguns CEO abusam da sua posição de poder na empresa, para usufruir em seu próprio benefício de certos tipos de compensação (este sim tem direito), e também de certos tipos de não compensação (como é o caso, a que não terá direito de utilizar fundos da empresa para seu próprio proveito).

Se aumentar a divulgação dos valores e das diversas componentes da compensação, deixando ao escrutínio da opinião pública os valores compensatórios ganhos, pode ser que a diferença entre os rendimentos recebidos dos diversos colaboradores da empresa (o mais remunerado e o menor remunerado) seja menor, e que os administradores sejam efectivamente compensados pelo seu desempenho.

5.6 Ilações à relação entre desempenho e a compensação

Constatou-se que a remuneração não está directamente dependente do desempenho da empresa, pelo que torna-se difícil avaliar o desempenho e a qualidade do administrador (Pereira do Nascimento, 2009). O desempenho da empresa não tem impacto consistentemente positivo na determinação da remuneração dos administradores, contrariamente à dimensão. Para a realidade portuguesa, o desempenho da empresa e do mercado não são factores preponderantes na determinação da remuneração. A remuneração dos membros do CA aumenta com a dimensão da empresa. Contudo, os resultados parecem indicar que ao longo dos anos da amostra tem sido dada mais importância à componente variável de remuneração como forma de premiar o bom desempenho. O impacto na remuneração dos administradores do CA pelo facto das empresas pertencerem ao PSI-20 também foi analisado. Os resultados obtidos vão de encontro ao expectável, ou seja, empresas que pertencem ao PSI-20 tendem a ser de dimensão superior e, como tal, o factor dimensão acaba por ser preponderante na determinação da remuneração (Pereira do Nascimento, 2009).

Investigações anteriores como refere Jackson et al. (2008) apenas mediam o desempenho da empresa usando tradicionais medidas de avaliação como resultados e o retorno das acções apesar do facto das CR terem acesso a um vasto conjunto de indicadores em relação ao desempenho dos CEO. Os indicadores de medição de desempenho da contabilidade estão associados significativamente com a compensação e com a decisão de omitir ou diminuir a compensação. Os resultados de Jackson et al. (2008) sugerem que os indicadores de



Capítulo V - Compensação dos executivos e o desempenho da empresa

medição de desempenho fornecem informação que é incremental tanto para ambos os resultados como o retorno das acções em explicar a compensação dos CEO. Quando os resultados são negativos ou em decrescente, a importância dos indicadores de medição de desempenho relativamente ao resultados é reforçada. Contudo continua-se a debater em relação à compensação dos executivos, se são excessivamente compensados em relação ao desempenho da empresa. É sugerido que a relação entre o desempenho da empresa e a compensação dos CEO é maior do que se acreditava e que os indicadores de medição de desempenho são úteis em explicar o porquê dos CEO receberem uma compensação quando os resultados são fracos. Se os indicadores de medição de desempenho são ignorados, a importância relativa da informação contabilística é determinada pela suavização da compensação dos CEO e a relação pagamento-desempenho pode parecer artificialmente fraca, especialmente quando os resultados são negativos ou em decrescendo.

Os accionistas escolhem o contrato de compensação dos CEO, no qual especifica o nível de compensação em função do desempenho, a fim de maximizar o valor no ambiente de informação da empresa e a sua demanda por um CEO de alta qualidade. Os CA e a estrutura accionista estão associados com o nível de compensação dos CEO, após o controlo dos determinantes económicos da compensação. Pode-se melhorar a *corporate governance* através da separação do Presidente e do CEO (Core et al., 1999), contando com CA mais pequenos, impondo idades obrigatórias de retirada do CA ou impondo limites de termo, eliminando os “administradores cinzentos”, e limitando o número de CA no qual um membro do CA pode prestar serviços.



Capítulo VI

As Stock Options e a IFRS 2 -
Pagamento com base em
acções

Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 – Pagamento com base em acções

“As opções representam um gasto para a empresa, o qual é contabilizado apenas no momento do seu exercício (isto se este acontecer)” (Teixeira dos Santos, 2000).

Durante a década de 90 os planos de SO eram uma componente que não tinha qualquer reflexo nos gastos da empresa, já que não havia a obrigação de efectuar o seu reconhecimento contabilístico, ou seja, era uma componente da remuneração dos executivos, principalmente dos administradores, mas o seu reconhecimento nas DF era deixado ao critério dos mesmos, se reconheciam ou não.

Em 19 de Fevereiro de 2004 o IASB publicou a norma IFRS 2 – Pagamento com base em Acções, aplicável aos planos de SO. Entende-se por SO a concessão de um direito de compra de um determinado número de acções que pode ser exercido, num determinado prazo, a um preço previamente determinado. Assim o colaborador mantém o seu vínculo à empresa pelo menos até à data de exercício, onde nesta data pode exercer ou não o seu direito de opção de compra e adquirir as acções a que tem direito e vendê-las a um preço mais elevado (isto se, o preço de exercício na data de exercício for inferior ao valor spot – valor no presente - das acções). O colaborador terá assim uma mais-valia, ou seja, será a diferença entre o preço fixado nas SO e o valor do momento de venda das acções.

Esta foi de aplicação obrigatória a partir de 1 de Janeiro de 2005, mas era necessário estabelecer uma comparação com os anos anteriores. Assim foi necessário elaborar um balanço de abertura em 1 de Janeiro de 2004, constando o reconhecimento nos anos anteriores de todos os planos de SO atribuídos, uma vez que esta norma é de aplicação geral a todos os planos de opções sobre acções.

Apesar da norma não especificar explicitamente uma metodologia de determinação do preço, esta requer que seja utilizada um modelo de avaliação de opções. Adicionalmente, a metodologia a utilizar deverá ser capaz de ter em conta todas as características particulares do plano aplicado ou criado pela empresa, no caso do direito de exercício da opção poder apenas ser exercido se empresa atingir determinados objectivos.

O modelo que tem sido utilizado para quantificar o valor das SO é o designado *Black-Scholes Option Pricing Model*, que foi desenvolvido por Myron Scholes e Fisher Black, sendo conhecido simplesmente por, *Black-Scholes*. Este modelo permite a partir de um número reduzido de variáveis, atribuir um valor actual monetário de uma opção de compra que pode ser exercida numa data futura.



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

Como refere Pires (2004), a principal limitação é o facto da metodologia não ter flexibilidade para incorporar diversos aspectos da realidade que influenciam a estrutura e o valor das SO. O pressuposto que o nível de dividendos e de volatilidade das acções da empresa são constantes desde a data da concessão até à data de exercício não se enquadra nem na realidade dos mercados de capitais, nem na realidade de inúmeras empresas. A metodologia também não permite lidar com planos de SO que estão desenhados para que o direito de exercício da opção possa apenas ser exercido caso a empresa atinja determinados objectivos. Estes podem incluir objectivos como por exemplo o crescimento nos resultados líquidos da empresa, o aumento do volume de vendas ou qualquer outro objectivo que permita alinhar os interesses dos accionistas com os interesses dos administradores, permitindo assim reduzir os problemas de agência que poderão existir.

Usando as palavras de Pires (2004), as SO representam na realidade, um benefício importante e consequentemente um gasto.

6.1 IFRS 2 – Pagamento com base em acções

O objectivo desta IFRS é especificar o relato financeiro por parte de uma entidade quando esta empreende uma transacção de pagamento com base em acções. Em particular, ela exige que uma entidade reflecta na sua posição financeira os lucros ou prejuízos, e os efeitos das transacções de pagamento com base em acções, incluindo os gastos associados a transacções em que as opções sobre acções são concedidas aos colaboradores.

A IFRS 2 exige que uma entidade reconheça as transacções de pagamento com base em acções nas suas DF, incluindo as transacções com os colaboradores ou outras partes a serem liquidadas em dinheiro, ou com outros activos, ou instrumentos de capital próprio da entidade. Não há excepções a esta IFRS, a não ser para transacções às quais se apliquem outras normas.

Também se aplica a transferências de instrumentos de situação líquida da empresa-mãe da entidade, ou instrumentos de situação líquida de outra entidade do mesmo grupo da entidade, e a partes que tenham fornecido bens ou serviços à entidade.

A IFRS 2 define princípios de mensuração e requisitos específicos para três tipos de transacções de pagamento com base em acções:

- (a) transacções de pagamento com base em acções e liquidadas com a situação líquida, em que a entidade recebe bens ou serviços como retribuição por instrumentos de situação líquida da entidade (incluindo acções ou SO);
- (b) transacções de pagamento com base em acções e liquidadas financeiramente, em que a entidade adquire bens ou serviços incorrendo em passivos para com o fornecedor desses bens ou serviços por



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

quantias que se baseiam no preço (ou valor) das acções da entidade ou de outros instrumentos de situação líquida da entidade;

- (c) transacções em que a entidade recebe ou adquire bens ou serviços e os termos do acordo proporcionam à entidade ou ao fornecedor desses bens ou serviços a escolha de a entidade liquidar a transacção em dinheiro ou mediante emissão de instrumentos de situação líquida.

Relativamente às transacções de pagamento com base em acções e liquidadas com capital próprio, esta exige que uma entidade mensure os bens ou serviços recebidos, e o correspondente aumento no capital próprio, directamente, pelo justo valor dos bens ou serviços recebidos, a não ser que esse justo valor não possa ser estimado com fiabilidade. Se a entidade não puder estimar com fiabilidade o justo valor dos bens ou serviços recebidos, à entidade é exigido que mensure o seu valor, e o correspondente aumento no capital próprio, indirectamente, por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos. Além disso:

- (a) relativamente a transacções com colaboradores se outros que forneçam serviços semelhantes, à entidade é exigido que mensure o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, porque é tipicamente impossível estimar fielmente o justo valor dos serviços recebidos dos colaboradores. O justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos é mensurado à data da concessão.
- (b) relativamente a transacções com partes que não sejam colaboradores (e com aquelas que forneçam serviços semelhantes), há um pressuposto refutável de que o justo valor dos bens ou serviços recebidos pode ser estimado fielmente. Esse justo valor é mensurado à data em que a entidade obtém os bens ou a contraparte presta o serviço. Em casos raros, se o pressuposto for refutado, a transacção é mensurada por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, mensurados à data em que a entidade obtém os bens ou a contraparte presta o serviço.
- (c) relativamente a bens ou serviços mensurados por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, a IFRS 2 especifica que as condições de aquisição, diferentes das condições de mercado, não são tidas em conta ao estimar o justo valor das acções ou opções à data de mensuração relevante (tal como especificado atrás). Em vez disso, as condições de aquisição são tidas em conta ao ajustar o número de instrumentos de capital próprio incluídos na mensuração da quantia da transacção de modo a que, em última análise, a quantia reconhecida para bens ou serviços recebidos como retribuição pelos instrumentos de capital próprio concedidos seja baseada no número de instrumentos de capital próprio que finalmente foram adquiridos. Assim, numa base cumulativa, nenhuma quantia é reconhecida para bens ou serviços recebidos se os instrumentos de capital próprio concedidos não forem adquiridos por não cumprimento de uma condição de aquisição (que não seja uma condição de mercado).
- (d) a IFRS 2 exige que o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos se baseie nos preços de mercado, se disponíveis, e que tome em consideração os termos e condições mediante os quais esses instrumentos de capital próprio foram concedidos. Na falta de preços de mercado, o justo valor é



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

estimado, usando uma técnica de valorização para estimar qual teria sido o preço desses instrumentos de capital próprio na data de mensuração numa transacção em que não existe relacionamento entre partes conhecedoras e dispostas a isso.

- (e) a IFRS 2 também desenvolve os requisitos se os termos e condições de uma concessão de SO ou de acções forem modificados (por exemplo, se uma SO for *reprice*) ou se uma concessão for cancelada, recomprada ou substituída por outra concessão de instrumentos de situação financeira. Por exemplo, independentemente de qualquer modificação, cancelamento ou liquidação de uma concessão de instrumentos de capital próprio a colaboradores, a IFRS exige geralmente que a entidade reconheça, como mínimo, os serviços recebidos mensurados pelo justo valor à data de concessão dos instrumentos de situação financeira concedidos.

Relativamente às transacções de pagamento com base em acções e liquidadas em dinheiro, a IFRS 2 exige que uma entidade mensure os bens ou serviços adquiridos e o passivo incorrido pelo justo valor do passivo. Até o passivo ser liquidado, à entidade é exigido que remensure o justo valor do passivo em cada data de relato e na data de liquidação, com quaisquer alterações no valor reconhecidas nos resultados do período.

Relativamente a transacções de pagamento com base em acções em que os termos do acordo proporcionam ou à entidade ou ao fornecedor de bens ou serviços a escolha de a entidade liquidar a transacção em dinheiro ou através da emissão de instrumentos de capital próprio, à entidade é exigido que contabilize essa transacção, ou os componentes dessa transacção, como transacção de pagamento com base em acções e liquidada em dinheiro se, e até ao ponto em que, a entidade incorreu num passivo para liquidar em dinheiro (ou outros activos), ou como transacção de pagamento com base em acções e liquidada com capital próprio se, e até ao ponto em que, esse passivo não foi incorrido.

A IFRS prescreve vários requisitos de divulgação para permitir que os utentes das DF compreendam:

- (a) a natureza e extensão dos acordos de pagamento com base em acções que existiram durante o período;
- (b) como o justo valor dos bens ou serviços recebidos, ou o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, durante o período, foi determinado;
- (c) o efeito de transacções de pagamento com base em acções nos resultados da entidade do período e na sua posição financeira.

Ver Apêndice 2.

6.2 Contabilidade das SO ao estilo americano

Nos EUA, foram publicadas, logo em 1948, as primeiras regras contabilísticas para os planos de opções de



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

acções para empregados sendo que hoje em dia, os EUA são provavelmente o país com as regras contabilísticas mais elaboradas para este tipo de remuneração.

Os planos de opções de acções para empregados têm de ser considerados como despesas com o pessoal no período entre a concessão e a aquisição de direitos sobre as opções. O valor das opções de acções tem de ser dividido proporcionalmente ao longo deste período e o contravalor para a despesa deve ser registado no capital realizado.

Incentivavam-se as empresas a usar a contabilização pelo justo valor, mas deixava-se às empresas a decisão sobre se queriam avaliar os planos de opções de acções para empregados pelo seu justo valor de mercado ou apenas levava em conta o valor interno no momento da concessão.

Uma vez que a maioria das opções é concedida "*at the money*", o valor contabilístico da maioria das opções é, igual a zero. Hoje em dia, a maioria das empresas parece ainda aplicar esta forma, pelo que a concessão de opções de acções para empregados não tem, habitualmente, qualquer efeito sobre os valores da DR (Direcção-Geral da Empresa, 2003).

6.3 Tributação das SO em Portugal

Os impostos a aplicar aos planos de SO para empregados dependerão da forma como forem considerados os respectivos benefícios: como rendimentos do trabalho ou como ganhos de capital. Habitualmente, os rendimentos do trabalho definem-se como rendimentos que são dados a alguém como remuneração pelo seu trabalho ao abrigo de um contrato de trabalho. Neste contexto, é irrelevante se os rendimentos são pagos em dinheiro ou em espécie.

Uma vez que os planos de SO para empregados são concedidos ao abrigo de um contrato de trabalho e uma vez que essa concessão pode ser ligada a certas condições relacionadas com o emprego os planos de SO para empregados cabem na definição de rendimentos do trabalho. No entanto, os planos de SO para empregados são de natureza especial, uma vez que a aceitação das opções em vez de um salário em dinheiro é também uma decisão de investimento por parte do empregado. Em princípio, os ganhos resultantes das opções poderiam, pois, ser também considerados como ganhos de capital.

Apesar da natureza algo indefinida dos planos de SO para empregados, eles são considerados, na maioria dos sistemas fiscais, como rendimentos do trabalho. Habitualmente, apenas são considerados como ganhos de capital (e tributados como tal) se verificarem-se condições especiais (por exemplo, um plano com base larga, períodos mínimos para aquisição de direitos, etc.) (Direcção-Geral da Empresa, 2003).



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

A legislação tributária em vigor em Portugal considera no artigo 2º - Rendimentos de Categoria A do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, que os rendimentos obtidos através dos planos de opções, dos rendimentos em dinheiro ou em espécie a título de direito a rendimento inerente a valores mobiliários serão tributados em sede de IRS.

“Artigo 2º - Rendimentos de Categoria A

3 - Consideram-se ainda rendimentos do trabalho dependente:

b) As remunerações acessórias, nelas se compreendendo todos os direitos, benefícios ou regalias não incluídos na remuneração principal que sejam auferidos devido à prestação de trabalho ou em conexão com esta e constituam para o respectivo beneficiário uma vantagem económica, designadamente:

(...)

7) Os ganhos derivados de planos de opções, de subscrição, de atribuição ou outros de efeito equivalente, sobre valores mobiliários ou direitos equiparados, ainda que de natureza ideal, criados em benefício de trabalhadores ou membros de órgãos sociais, incluindo os resultantes da alienação ou liquidação financeira das opções ou direitos ou de renúncia onerosa ao seu exercício, a favor da entidade patronal ou de terceiros, e, bem assim, os resultantes da recompra por essa entidade, mas, em qualquer caso, apenas na parte em que a mesma se revista de carácter remuneratório, dos valores mobiliários ou direitos equiparados, mesmo que os ganhos apenas se materializem após a cessação da relação de trabalho ou de mandato social.

8) Os rendimentos, em dinheiro ou em espécie, pagos ou colocados à disposição a título de direito a rendimento inerente a valores mobiliários ou direitos equiparados, ainda que estes se revistam de natureza ideal, e, bem assim, a título de valorização patrimonial daqueles valores ou direitos, independentemente do índice utilizado para a respectiva determinação, derivados de planos de subscrição, de atribuição ou outros de efeito equivalente, criados em benefício de trabalhadores ou membros de órgãos sociais, mesmo que o pagamento ou colocação à disposição ocorra apenas após a cessação da relação de trabalho ou de mandato social.”

6.4 Contabilização

6.4.1 Definição de pagamento com base em acções

Este tipo de transacção é uma transacção no qual a entidade recebe serviços, e em contrapartida dá instrumentos de capital baseados em acções ou outros instrumentos de capital da empresa. Os requisitos contabilísticos dos pagamentos com base em acções dependem de como a transacção se efectuar, seja por acções, dinheiro, ou acções ou dinheiro.



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

O conceito de pagamentos com base em acções é mais amplo do que as SO, sendo que a IFRS 2 engloba a emissão de acções ou direitos em acções, em troca de bens e serviços. Exemplos de itens incluídos no âmbito da IFRS 2 são os direitos de valorização de acções, planos de compra de acções, planos de participação accionistas para funcionários, planos de SO e planos em que a emissão de acções (ou direitos) pode depender de mercado. A IFRS 2 aplica-se a todas as entidades e não existe especificações para pequenas ou grandes entidades.

6.4.2 Reconhecimento e Mensuração

A emissão de acções ou direitos sobre acções, requer um aumento na componente de capital próprio, sendo que a IFRS 2 requer que a compensação do débito a ser imputado ao pagamento de bens ou serviços não representa uma mais-valia e os gastos devem ser reconhecidos à medida que os produtos ou serviços são consumidos. Por exemplo, a emissão de acções ou direitos sobre acções para compra de inventários seria apresentado como um aumento no inventário e seriam contabilizadas apenas uma vez quando o inventário for vendido ou que tenha eventuais perdas por imparidade.

A emissão de acções exercíveis, ou direitos sobre acções, presume-se que se relacionam à prestação de serviços passados, exigindo que o valor total do justo valor na data de concessão deve ser debitado imediatamente. A emissão de acções a colaboradores com um período de três anos, é considerado que se relaciona com os serviços durante o período de aquisição. Portanto, o justo valor do pagamento com base em acções, determinado na data da concessão, devem ser contabilizados durante o período de aquisição.

O seguinte exemplo mostra uma ilustração típica de pagamento com base em acções:

A empresa concedeu 100 SO a um administrador em 1 de Janeiro 2007. Essas SO têm um período de aquisição de 3 anos. A empresa determinou que as SO têm um justo valor na data de concessão igual ao justo valor das acções cotadas naquela data igual a 15 euros.

A empresa espera que as 100 SO irão ser adquiridas e por conseguinte deverá ser registado no primeiro período de reporte, ou seja 30 de Junho de 2007.

$100 \times 15 = 1500 \text{ €} / 6 \text{ períodos (6 semestre = 3 anos)} = 250 \text{ € por período}$

D	Despesa com a SO	250 €
C	Capital Próprio	250 €



Capítulo VI – As Stock Options e a IFRS 2 - Pagamento com base em acções

Se for SAR:

D	Despesa com a SO	250 €
C	Passivo	250 €

Em 31 de Dezembro de 2007 as acções valorizaram-se para 20 euros: $100 \times 20 = 2000€ / 6 \text{ períodos} = 333,33 \times 2 = 666,66 - 250 = 416,66$

D	Despesa com a SO	416,66 €
C	Capital Próprio	416,66 €

A 31 de Dezembro de 2009 as acções estão cotadas com o valor de 21 euros e supondo que já está reconhecido 1800 euros: $100 \times 21 = 2100€ / 6 \text{ períodos} = 350€$ e $2100 - 1800 = 300 €$

D	Despesa com a SO	300 €
C	Capital Próprio	300 €

6.5 Ilacões

Na maioria dos países da UE, a legislação laboral existente não parece colocar obstáculos inultrapassáveis à instalação e gestão de planos de opções de acções para empregados. No entanto, e especialmente nos países onde os planos de opções de acções são ainda relativamente pouco comuns e não existem instrumentos legislativos específicos nem sentenças judiciais pertinentes, poderá haver alguma incerteza quanto às obrigações que uma empresa aceita ao introduzir tal plano.

Quando não estão reservados ao nível superior da gestão, os planos de opções de acções são geralmente para os empregados uma fonte de rendimento menos importante do que outras formas de remuneração, como os salários em dinheiro.

Habitualmente, os planos de opções de acções não visam substituir os rendimentos normais do trabalho, sendo antes um benefício suplementar que visa preencher funções especiais. Para continuarem a ser úteis para as empresas, os planos de opções de acções para empregados têm de ser tratados de forma flexível, em particular, a concessão de opções não deveria implicar a obrigação de concessões futuras. Além disso, as condições relativas à aquisição de direitos enunciados no plano têm de ser respeitadas, caso o empregado deixe a empresa.



Capítulo VII

Análise de dados

Stock Index

Capítulo VII – Análise de Dados – Stock Index

Neste capítulo irá ser apresentado uma análise da remuneração fixa e da remuneração variável das empresas que constituem o PSI-20, comparando e analisando os valores apresentados com os índices mais importantes do mundo, o Dow Jones, Nikkei, Dax Xetra e ainda a nossa congénere Ibex, baseado na amostra de dez empresas de cada índice, dos diversos sectores de actividade (Tabelas constam no Anexo 1).

Será apresentado em primeiro lugar, a análise do PSI-20, em que a remuneração fixa e a remuneração variável serão objecto de quantificação por cada empresa nos últimos três anos (2007, 2008 e 2009). Foi utilizado o indicador “Remuneração/Valor da Empresa (cotação das acções em 31 de Dezembro de 2009 X nº de acções)” para que se consiga comparar a remuneração entre as diversas empresas nacionais e internacionais, uma vez que as dimensões são, como será de esperar, diferentes. Juntamente com o indicador, foi criado um quadro que refere o nível de informação divulgada por cada empresa nacional, que foi considerado ser importante identificar. As recomendações da CMVM sobre o governo societário também serão analisadas, bem como as participações que o CA tem na empresa. Por fim e para se conseguir avaliar o desempenho, será apresentado um quadro com os diversos indicadores de avaliação de desempenho para cada empresa nos anos anteriormente referidos.

Na análise dos cinco índices, será apresentado os diversos tipos de remuneração, uma vez que o nível de divulgação poderá ser diferente ao Português, dependendo do país em questão, bem como os indicadores de desempenho. Por fim, será apresentado uma comparação entre as empresas dos cinco índices, com as conclusões da análise e no final uma comparação entre os valores médios da remuneração de um Administrador do CA com o Chefe de Estado dos países referidos.

Ver Apêndice 1

7.1 Amostra

7.1.1 Recolha de dados, descrição da amostra e fontes utilizadas

Os dados de base para esta análise foram obtidos directamente dos relatórios e contas de 2007, 2008 e 2009, das empresas que constituem o PSI-20, dos relatórios e contas de 2008 e 2009 das empresas analisadas do Dow Jones, Dax Xetra, Nikkei e Ibex. Foi também obtido através do site da “bloomberg” as cotações das acções em 31 de Dezembro dos vários anos, bem como do site “bolsa.sic.pt”.



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

Foram consideradas na análise todas as empresas do PSI-20, bem como de todas as empresas seleccionadas na amostra representativa dos restantes quatro índices (dez empresas por cada índice), independentemente se divulgam ou não a informação, considerando assim os valores médios de cada rubrica analisada.

Recolheram-se dados que caracterizam os resultados da empresa e da *corporate governance*. Os valores representativos do CA, incluem todos os administradores, ou seja, os administradores executivos e os administradores não-executivos, da sua componente fixa e da sua componente variável.

Todos os dados foram valorizados à moeda Portuguesa, o Euro. Os USD, e os JPY foram convertidos utilizando as respectivas taxas EUR-USD e EUR-JPY a 31 de Dezembro de 2009, 1,4365 e 132,52301 respectivamente.

7.2 PSI-20

Na análise das 20 empresas que compõem o índice PSI-20, foi feita uma análise mais aprofundada, do que nos restantes 4 mercados (IBEX, DAX XETRA, DOW JONES e NIKKEI). Para além de incluir uma tabela para a análise dos indicadores de medição de desempenho da contabilidade e das suas variações, da remuneração total (decomposta em remuneração fixa e variável) e suas variações, nos anos de 2007, 2008 e 2009, foi elaborado uma tabela onde se consiga identificar o nível de informação respeitante à divulgação da remuneração que cada empresa. Esta tabela (Tabela 5) apresenta 5 níveis, de acordo com as várias características da remuneração do CA, que foi considerado importante a divulgação por parte de uma empresa. A Tabela 6 faz referência às recomendações da CMVM sobre o governo societário. As 5 recomendações são analisadas ao nível do seu cumprimento ou aplicabilidade (a Galp não divulga este tipo de informação nas suas divulgações). Por fim na Tabela 7, é apresentado a participação que o CA tem na empresa ao nível unitário das acções, como ao nível de percentagem de participação. Esta análise é importante para verificar o alinhamento de interesses entre o CA e os accionistas.

Os resultados encontrados nas 20 empresas do PSI-20, identificam que ao nível dos AT, entre 2007/2008 e 2008/2009, houve sempre aumentos de 17,93% e de 2,52% respectivamente. As Vendas nos 3 anos obtiveram uma subida de 17,96% para 2008 e uma descida de 7,62% para 2009, em que os valores globais nos 3 anos, andam próximos dos 3.500 milhões de euros/ano. Já os RLE decresceram cerca de 34% em 2008 mas recuperaram em 2009 cerca de 16% face ao ano anterior (Tabelas 1 e 3).

As rendibilidades globais do PSI-20 sofreram uma descida, mais acentuada e constante do ROE que era de 16,29% em 2009 para os 9,34 em 2009. Já o ROA desceu 50% em 2008 (3,90% em 2007 para 1,95% em 2008), mas subiu para os 2,08 em 2009, impulsionados mais em grande parte aos RLE. Em relação à atractividade das acções do PSI-20, estas em 2008 ficaram menos atractivas, descendo de 17,74 em 2007 para os 23,70 em 2008, mas em 2009 ficaram nos 20,63 (Tabelas 1 e 3).



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

A capitalização bolsista destas empresas era em 2007 de EUR 6,19 a acção média, para em 2008 ser de EUR 3,26, em que todas as acções desceram abruptamente, consequência da crise desencadeada no mercado financeiro que afectou mais fortemente a economia portuguesa. Em 2009 o valor médio recuperou para os EUR 4,48, em que apenas uma empresa, o BES continuou a descer abruptamente (Tabelas 1 e 3).

O rácio Remuneração/Valor empresa mostra que a sua variação situa-se entre os 0,04% e os 0,74%, verificando-se uma média de 0,267% (Tabela 1 e 3).

Analisando a remuneração dos CA das 20 empresas, em que não foi possível analisar as suas componentes, o que espero que em relação ao exercício de 2010 já possa ser analisado. Chamamos a atenção que em 2007, 5 empresas não divulgaram a informação relativa à remuneração, pelo que a análise comparativa não se poderá fazer com a mesma verosimilhança, bem como a Inapa até 2009.

Verificando que as duas componentes da remuneração, a fixa e a variável, encontram-se muito próximas ao nível do seu peso na remuneração total. Em 2007 a remuneração variável era superior à fixa, mas nos dois anos seguintes esta tendência (globalizada) recuou. As empresas que utilizam mais a componente variável do que a componente fixe, são alguns dos chamados “pesos pesados” do PSI-20, a EDP, o BPI e o BES, juntamente com a Portucel que tem vindo a diminuir esta componente. A Zon em termos absolutos, os valores que apresenta de remuneração variável, não são significativos, mas em termos relativos tem vindo a aumentar, 60,65% para 2008 e 29,68% para 2009. O BCP sendo a maior empresa com valor de AT, não atribui qualquer valor variável, e a Cimpor é a única empresa do PSI-20 a discriminar as diversas componentes da remuneração. O BPI, apresenta o que cada Administrador do CA tem em carteira (de acções do BPI) (Tabela 2 e 4).

Analisando de seguida o nível de informação que cada empresa divulga, é de referir no sentido positivo a surpresa dos dados descobertos. Em comparação com os restantes mercados, as diversas componentes da remuneração de cada Administrador é o ponto que faltou nesta análise para comparar com os restantes 4 mercados, e que espero que aconteça em relação ao exercício de 2010.

Das 20 empresas do PSI-20 em 2009, apenas 3 não conseguiram atingir o que considero que seja o mínimo de informação em relação à remuneração do CA, que são (Tabelas 5, 6 e 7):

- As recomendações da CMVM (a Galp não divulga);
- A distinção da remuneração em fixa e variável (todas distinguem);
- Discriminam os valores individuais de cada Administrador do CA (a Altri não divulga);
- Informam a participação do CA na empresa (a Jerónimo Martins não divulga).

Em relação à participação do CA nos capitais da empresa, é na Sonae e Sonae Industria (como seria de esperar) que os Administradores têm uma maior participação (53,084% e 51,629%) directa ou indirecta (através da obtenção de participações sociais de uma empresa participante no capital). As duas empresas mais



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

“pequenas” do PSI-20 a Altri e a Inapa, também apresentam elevadas participações do CA (23,467% e 34,432%). A Mota-Engil com 7,789% também está neste lote de empresas (5) em que o CA detém mais de 0,5% do capital da empresa (Tabela 7).

Em relação aos resultados, concluo que globalmente existe uma relação entre o desempenho, a remuneração, e a dimensão. As empresas “mais pequenas” apresentam um rácio remuneração/valor da empresa maior do que as “maiores”, o que poderei presumir uma tentativa de igualar os valores praticados pelas outras empresas através do benchmarking.

Em conclusão, as empresas portuguesas “pagam” um valor demasiado elevado pelos seus executivos de topo, em relação aos restantes mercados que irei apresentar de seguida. É difícil de entender como uma empresa com a EDP com um AT de 40 mil milhões de euros, 12 mil milhões de euros em Vendas, e RLE de 1.168 milhões de euros, atribui remunerações de 17.605 milhões de euros em 2009, sendo o seu CEO o mais bem pago do país!

7.3 IBEX

Os resultados encontrados na amostra representativa das dez empresas do índice Espanhol IBEX, identificam um aumento relativo de 3,54% do AT, um decréscimo relativo de 3,35% das Vendas e também uma diminuição dos RLE em 2,90%. A capitalização bolsista aumentou, passou de EUR 8,53 para EUR 11,29 de valor de acção médio, em que apenas a Gamesa e a Iberia tiveram diminuições das respectivas acções. Por outro lado as acções Espanholas estão mais atractivas para os investidores, conseguem obter mais retorno pelo seu investimento (PER de 4,32). De salientar que este índice apresenta um baixo ROA (0,04 e 0,02) e também um baixo ROE (0,12 e 0,09) (Tabelas 8 e 10).

O rácio Remuneração/Valor empresa mostra que a sua variação situa-se entre os 0,02% e os 0,21%, verificando-se uma média de 0,076% (Tabela 8 e 10).

Analisando a remuneração dos CA das dez empresas verifico que a remuneração subiu em oito das dez empresas, e no global subiu 10,74%, impulsionada pela remuneração variável que subiu 15,73%, que por sua vez a componente que mais aumentou foi as SO. O BBVA aumentou quase 50% a remuneração total e impulsionada pela quase duplicação da componente variável, e a Gamesa quase que duplicou a remuneração, motivada ao nível da componente variável do desempenho, que aumentou 556,50% face ao ano anterior (Tabelas 9 e 11).

Em relação aos resultados, concluímos que na Espanha não existe uma relação entre os resultados e as remunerações em termos globais. Os RLE situam-se quase inalterados em relação a 2008, mas as remunerações subiram. Este índice tende a verificar que a relação entre resultados e remuneração tende a ser



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

inversa, pois as duas empresas que tiveram as suas remunerações diminuídas, tiveram um desempenho melhor em relação a 2008. As 3 maiores empresas do índice, a Telefonía, o BBVA e o Santander, são apenas as únicas que usam as SO como componente da remuneração. A Mapfre também atribuiu SO, mas em valores pequenos.

7.4 DAX XETRA

Os resultados encontrados na amostra das dez empresas representativas do índice DAX XETRA, identificam uma diminuição do AT em 34% (motivado pela perda de Activos por parte da Allianz, do Deutsche Bank e do Deutsche Post), das Vendas em 12,6%, mas por outro lado os RLE aumentaram para cerca de mil milhões de euros e também a capitalização bolsista destas empresas tiveram um aumento muito significativo, de EUR 28,87 para EUR 41,31 à excepção da Deutsche Telekom que teve um retrocesso de 4,28%. As duas empresas financeiras analisadas (Allianz e Deutsche Bank), mostram uma evidente e clara subida do desempenho entre 2008 e 2009, depois dos resultados serem claramente negativos em 2008 motivado pela crise financeira, recuperam e são as que têm os melhores resultados (Tabela 12 e 14).

As empresas Alemãs em 2009 mostram mais eficiência na criação de lucros por cada unidade de capital (ROE), mas verifica-se como anteriormente analisado, que as acções estão mais caras, significando, menos atractivas para os investidores - o PER subiu de 6,58 para 20 - (Tabela 12 e 14).

O rácio Remuneração/Valor empresa mostra que a sua variação situa-se entre os 0,03% e os 0,13%, verificando-se uma média de 0,078% (Tabela 12 e 14).

Analisando a remuneração dos CA das dez empresas, verifico que em metade das empresas a remuneração total subiu. Globalmente as remunerações totais subiram cerca de 25%, em que foram impulsionadas pelas remunerações variáveis que subiram cerca de 35% nomeadamente as SO que tiveram um crescendo de 82,58% que teve como principal catalisador o Deutsche Bank que em 2008 não atribuiu nenhuma SO e em 2009 atribuiu mais de 18 milhões de euros e o Deutsche Post que não atribuiu em 2008 e 5 milhões em 2009 (Tabelas 13 e 15).

Em relação aos resultados, concluo que existe uma relação entre os resultados e as remunerações das empresas deste índice, quanto maior o desempenho, maior a compensação em SO e que a componente variável tem um peso muito importante da remuneração total; bem como a relação entre as maiores empresas e os maiores incentivos em SO, verificado no Deutsche Bank, Allianz e Daimler.

Pereira do Nascimento (2009), referiu que a remuneração variável não é forma de premiar o bom desempenho, o que os resultados verificados nas empresas Alemãs poderão referir o contrário. O exemplo do Deutsche Bank e do Deutsche Post que tiveram resultados negativos em 2008, viram estes melhorar no ano seguinte, havendo assim um aumento substancial do incentivo em SO aos Administradores. Já a Daimler e a Continental



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

continuaram o seu mau desempenho e viram os seus incentivos em SO diminuírem também substancialmente, concluindo que existe neste índice a ligação desempenho-SO.

7.5 DOW JONES

Os resultados encontrados na amostra das dez empresas representativas do índice DOW JONES, identificam subida de cerca de 5% do AT (motivado principalmente pelos AT do Bank of America, em que subiram 22,30%), uma descida das Vendas em 13,75%, cerca de 11 mil milhões de euros (Bank of America e JP Morgan Chase tiveram elevadas subidas, de cerca de 64% no Bank of America e quase 50% da JP Morgan, por outro lado a Dupont teve um decréscimo de cerca de 65%) e também dos RLE em 24,20%, cerca de 2 mil milhões de euros (o Bank of America teve um aumento do desempenho de cerca de 56%, enquanto que a JP Morgan Chase teve um aumento de quase 110%, enquanto a impulsionadora destes RLE negativos médios, a Exxon-Mobil diminuiu o seu desempenho em 58%). A capitalização bolsista deste mercado teve um aumento de EUR 20,65 para EUR 26,59, impulsionado pela 3M, American Express, Dupont e Hewlett Parckard, enquanto a Exxon-Mobil, a AT&T e a General Electric retraíram-se (Tabelas 16 e 18).

Este mercado caracteriza-se por ter elevadas rendibilidades, tanto a nível do Activo, tanto a nível dos Capitais (de 5,46% e de 15,68% respectivamente). O PER verificado indica-nos que as acções estão menos atractivas, mas não muito, tendo um PER médio de 15,57, em que apenas uma empresa, a American Express tem um PER acima dos 20 (Tabela 16 e 18).

O rácio Remuneração/Valor empresa mostra que a sua variação situa-se entre os 0,03% e os 0,12%, verificando-se uma média de 0,052% (Tabela 16 e 18).

Analisando a remuneração dos CA das dez empresas, verifico que os resultados obtidos mostram um aumento das remunerações, tanto a nível fixo, 8,13% (o que neste mercado estes valores são cerca de 10% das remunerações totais – Tabela 25), como a nível variável, 10,16%. Este aumento deve-se essencialmente a 3 empresas, a AT&T, Bank of America e a JP Morgan Chase, que na 1ª quase duplicou os seus valores remuneratórios, a 2ª quase que triplicou, e na 3ª, os valores foram de um aumento de 1 vez e meia (Tabelas 17 e 19).

Os resultados obtidos na análise do DOW JONES, indicam que nas duas empresas que tiveram um aumento muito significativo dos seus resultados, as suas compensações aos Administradores também acompanharam esse ritmo. A AT&T que globalmente teve um desempenho mais fraco que no ano anterior (2008), 2,17%, menos 0,81% das Vendas e um aumento pouco significativo dos AT em 1,32%, mas as suas remunerações totais aumentaram em 95,04%, o que não se encontra explicação para este aumento tão exponencial, sem ter uma base de desempenho que fundamente (inclusive o ROA, o ROE, o valor da acção decresceram, bem como o



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

PER aumentou).

Verifica-se globalmente uma relação entre o desempenho e as remunerações (com a excepção da AT&T), todas as empresas apresentam como base das suas remunerações, um nível maioritário de Stock Based, o que é evidente e conhecido a utilização desde há muitas décadas das SO, como este trabalho acabou por demonstrar.

7.6 NIKKEI

Os resultados encontrados na amostra das dez empresas representativas do índice NIKKEI, identificam um aumento de 2,40% dos AT, mas diminuição das Vendas em 4,24%, em que das 10 empresas, só a Hitachi e a Honda tiveram um aumento das Vendas em 11,50% e 11,53% respectivamente. Os RLE eram pouco significativos em 2008 (cerca de 400 milhões de euros), mas em 2009 tiveram um declínio de cerca de 400% para 1.168 milhões de euros negativos, impulsionados pela Hitachi (6.000 milhões), a Mizuho Financial (4.250 milhões), a NEC (2.462 milhões) e a Nissan (1.764 milhões) (Tabelas 20 e 22).

A capitalização bolsista das empresas do NIKKEI sofreram um aumento, em 2008 valiam em média EUR 9,36 para em 2009 valerem EUR 12,35. As rendibilidades, motivadas pelos resultados negativos são ambas (ROA e ROE) negativas, mas a atracção pelas acções destas 10 empresas manteve-se (PER 10,29) (Tabelas 20 e 22).

O rácio Remuneração/Valor empresa mostra que a sua variação situa-se entre os 0,02% e os 0,22%, verificando-se uma média de 0,084% (Tabela 20 e 22). Nesta análise não foi incluída a Casio e a Nissan, por não divulgarem os valores das remunerações dos seus Administradores.

Analisando a remuneração dos CA das dez empresas do NIKKEI, e tendo em análise que a Casio e a Nissan não divulgaram os seus valores, as mesmas foram incluídas nesta análise, mas não tive em conta para os valores médios calculados.

Globalmente, e em todas as componentes de remuneração, à excepção da variável de desempenho, tiveram um decréscimo. A nível total, verificou-se uma redução de 5,33%, dos quais 4,96% a nível fixo e 6,53% a nível variável (Tabelas 21 e 23).

Neste mercado não é muito usual a utilização de compensação stock based (em 2008 das 8 empresas 4 tinham essa componente, mas em 2009, só têm 3 empresas), mas é mais usual a utilização da componente de desempenho (Tabelas 21 e 23).

Aos resultados obtidos, extraem-se conclusões, como seria de esperar (resultados negativos), os resultados e a remuneração estão ligadas, mesmo havendo o caso da Hitachi que atingiu resultados expressamente negativos, mas aumentou em 80% as remunerações atribuídas aos seus Administradores (aumento de 9 milhões de euros).



7.7 Comparação entre os 5 índices (PSI-20, IBEX, DAX XETRA, DOW JONES e NIKKEI)

Neste ponto será comparado os valores anteriormente analisados nos 5 índices, contidos nas Tabelas 24 e 25.

Na Tabela 24 foi incluído os valores e as variações do Activo Total e um índice comparativo com Portugal em 2009 (relativizar a dimensão Portuguesa), as Vendas, os RLE, o ROA, o ROE e o valor das acções a 31 de Dezembro.

Ao comparar o AT verifico que as variações positivas andaram entre os 2,40% (Japão) e os 4,73% (Estados Unidos), a Alemanha decresceu 34,02% em 2009, motivado pela perda de Activos das empresas financeiras alemãs, a Allianz, o Deutsche Bank e ainda o Deutsche Post. Em primeiro lugar encontra-se os Estados Unidos com cerca de 410 mil milhões de euros, seguido da Alemanha com 252 mil milhões, Espanha com 192 mil milhões (motivado pelos Activos do Santander e BBVA), o Japão com 161 mil milhões e por fim Portugal com apenas 16 mil milhões de euros médios de Activos Totais. Comparando os valores obtidos de Portugal com os restantes 4 índices, verifico que as empresas portuguesas têm em média 4,08% do tamanho das empresas Norte-americanas, 6,65% as empresas Alemãs, 8,54% do tamanho das Espanholas e 10,38% da Japonesas.

Em relação à Vendas, os 5 índices tiveram uma variação negativa, mais acentuada nos Estados Unidos e na Alemanha com 13,75% e 12,60% respectivamente. Portugal encontra-se no meio com 7,62% seguido do Japão e Espanha com 4,24% e 3,35%. Mesmo neste indicador económico/contabilístico verifico que as empresas Portuguesas estão muito longe da média deste 4 países, como podemos ver no caso da empresa que mais vende, a EDP, tem Vendas em 2009 de 12 mil milhões de euros, o que é um pouco mais de metade das Vendas médias das empresas japonesas.

Nos RLE, Portugal teve um aumento de 15,75% ao contrário dos Estados Unidos que diminuíram 24,20% e Espanha também diminuíram 2,91%. Nos extremos a Alemanha subiu mais de 17 vezes, pois em 2008 basicamente tinha resultados nulos e em 2009 quase atingiu os mil milhões de euros. Já o Japão foi para terreno negativo com mais de mil milhões.

Ao nível de rendibilidades, os Estados Unidos destacam-se neste ponto como as mais rentáveis, mesmo obtendo uma diminuição tanto do ROA como do ROE (7,15 para 5,45 no ROA e 20,81 para 15,68 no ROE). Portugal neste ponto aparece em 2º lugar, uma vez que o ROA obteve um aumento (o único a aumentar) de 6,55% para os 2,08%, mas no ROE decresceu 8,32% para 9,34%. Em 3º lugar, a Alemanha teve uma quebra de 71% no ROA para 0,47% mas no ROE aumentou 10,15% para os 0,76%. O caso de Espanha, é um caso



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

peculiar pois apresenta em nos dois anos, o de 2008 e 2009, tanto no ROA como no ROE, valores muito baixos, quase nulos. Em 2009 o ROA desceu para os 0,02 e o ROE para os 0,09, quando em 2008 eram de 0,04 e 0,12, respectivamente. O Japão derivado dos seus RLE negativos apresenta rendibilidades negativas, mas apresentam em 2009 valores próximos do nulo.

As variações dos valores das acções, em todos os 5 índices foram francamente positivas, variando entre os 28,78% dos Estados Unidos, seguido dos 31,93% do Japão, a Espanha com 32,38% em 3º lugar, Portugal aparece em 2º lugar com 37,20% de variação positiva, só suplantado pela Alemanha com 43,09%.

Na Tabela 25 foi incluído os valores e as variações das remunerações fixas e das remunerações variáveis, juntamente com um índice comparativo do seu peso na remuneração total em 2009, a remuneração total, o rácio criado Remuneração/Valor Empresa e um índice comparativo com Portugal referente a este rácio e à remuneração total.

Nas remunerações fixas verifico que Portugal não fica longe dos restantes 4 índices, até muito perto dos Estados Unidos, cerca dos 3 milhões de euros. O Japão apresenta valores perto dos 7 milhões de euros. Neste período, Portugal foi o país que mais aumentou, 10,44%, seguido dos Estados Unidos com 8,13%, a Alemanha com 6,11%, a Espanha com 3,08% e por fim o Japão com uma diminuição de 4,96%.

Nas remunerações variáveis, os Estados Unidos, como seria de esperar apresentam os maiores valores, cerca dos 30 milhões de euros em 2009, seguido da Alemanha com cerca de 11 milhões de euros. A Espanha atribui cerca de 7 milhões, Portugal e o Japão ronda os 2 milhões de euros. A Alemanha foi o país que mais aumentou esta componente, 35,71%, seguido de Espanha 15,73%, os Estados Unidos com 10,16%, Portugal com 5,14% e o Japão decresceu 6,53%.

Comparando o peso das duas componentes na remuneração total, o Japão apresenta principalmente em termos fixos com 76,50% em contraste com os 23,50% da componente variável. Portugal tem como componente principal a fixa com 54,44% e a variável apresenta o restante que é 45,56%. A Espanha em contraste com os dois anteriores países tem a sua principal componente a variável com 62,00%, seguindo a Alemanha com 69,40%. Os Estados Unidos têm quase toda a sua base remuneratória na componente variável com 90,40% a contrastar os 9,60% da componente fixa.

Os valores do rácio Remuneração/Valor Empresa, mostram um claríssimo destaque para o valor do índice português. Os Estados Unidos apresentam o valor mais baixo com 0,052%, seguido da Espanha com 0,076%, a Alemanha com 0,078% e o Japão com 0,084%. Portugal apresenta uns espantosos 0,267%, muito superiores aos registados e analisados nas restantes empresas dos 4 índices. Como este rácio “elimina” a dimensão da empresa em termos absolutos, conseguindo que esta seja relacionada com a remuneração, pois relaciona a remuneração com a capitalização bolsista, independentemente da dimensão da empresa, a remuneração será



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

uma percentagem dessa mesma capitalização. Este valor indica-nos que Portugal remunera muito bem os seus administradores, mais do que os restantes países.

Por fim foi deixado as colunas de comparação entre Portugal e os restantes países. Em relação à remuneração entre Portugal/Japão, esta é 56,75% da remuneração japonesa, mas através do rácio verifico que as empresas portuguesas atribuem aos seus administradores 3,179 vezes mais dos que as japonesas para o mesmo nível de empresa.

Entre Portugal/Espanha, esta é 40,98% da remuneração espanhola, o que através do rácio verifico que as empresas portuguesas atribuem aos seus administradores 3,492 vezes mais dos que as espanholas para o mesmo nível de empresa.

Entre Portugal/Alemanha, esta é 31,25% da remuneração alemã, e as empresas portuguesas atribuem aos seus administradores 3,423 vezes mais dos que as alemãs para o mesmo nível de empresa.

Por fim a relação entre Portugal/Estados Unidos, esta é 15,03% da remuneração norte-americana, mas através do rácio verifico que as empresas portuguesas atribuem aos seus administradores 5,135 vezes mais dos que as norte-americanas para o mesmo nível de empresa.

Após os valores serem analisados e apresentados os seus resultados pode-se concluir que em Portugal terá que haver alguma reflexão para os valores praticados, uma vez que se aproximam, embora ainda um bocado distantes destes 4, mas já são mais de metade dos valores Japoneses, enquanto as empresas Japonesas são em média 10 vezes maiores do que as empresas portuguesas.

7.8 Comparação entre os Chefes de Estado dos Países analisados com as Remunerações Totais médias por Administrador de cada CA

Por fim foi pesquisado e analisado os valores remuneratórios dos Chefes de Estado de Portugal, Estados Unidos, Alemanha, Espanha e Japão.

Na Tabela 26 estes valores são apresentados com o Chefe de Estado, o seu valor da remuneração em milhares de euros em 2009, do valor da remuneração média dos CA em 2009, do valor médio de um administrador de um CA, considerando que cada CA tem em média 13,65 administradores, e por fim a comparação entre os valores do Chefe de Estado e o administrador.

Neste cálculo médio dos administradores que compõem os CA, foi utilizado a média dos CA portugueses, podendo ser diferente o valor nos restantes países (o mais provável).



Capítulo VII – Análise de dados – Stock Index

O Primeiro-Ministro de Espanha recebe anualmente 92 mil euros, e um administrador de Espanha recebe em média 911 mil euros, o que faz com que seja 10 vezes mais do que recebe o Jose Luis Zapatero. Já o Presidente dos Estados Unidos recebe anualmente 301 mil euros, e um administrador dos Estados Unidos recebe em média 2.485 mil euros por ano, o que faz com que seja 8 vezes mais o que recebe o Barack Obama. Na Alemanha a Chanceler Alemã recebe anualmente 228 mil euros, e um administrador da Alemanha recebe em média 1.195 mil euros por ano, o que faz com que seja 5 vezes mais o que recebe a Angela Merkel. O Primeiro-Ministro Japonês recebe anualmente 183 mil euros, e um administrador japonês recebe em média 658 mil euros por ano, o que faz com que seja 4 vezes mais o que recebe o Taro Aso.

Em Portugal, foi decidido a apresentação tanto do Primeiro-Ministro como do Presidente da Republica. O Presidente da República Portuguesa recebe anualmente 103 mil euros, e o Primeiro-Ministro recebe anualmente 76 mil euros, enquanto um administrador português recebe em média 373 mil euros por ano, o que faz com que seja 4 vezes mais o que recebe o Cavaco Silva e 5 vezes mais o que recebe o José Sócrates.

Nesta análise conseguimos evidenciar que mesmo os Chefes de Estado recebendo elevados valores em relação aos restantes elementos de uma sociedade, compreendo que para desempenhar as tarefas e funções a que se propuseram, que é governar um país, estes sejam remunerados por isso.

A relação entre os Chefes de Estado e os Administradores de um CA representa para estes últimos entre 4 a 10 vezes mais o seu Chefe de Estado, desempenhando funções de gestão de uma empresa privada.

Os valores máximos praticados para qualquer função deverão ser o do Chefe de Estado. Nenhuma outra profissão, função ou cargo, deveria obter rendimentos muito superiores a estes, para que haja uma melhor redistribuição da riqueza, “pois uns têm muito e outros não têm nada”.



Capítulo VIII

Novas Recomendações da
CMVM

Capítulo VIII – Novas Recomendações da CVMV

A CMVM aprovou novas recomendações para o governo das sociedades das empresas cotadas, sugerindo regras mais restritas aos administradores das empresas cotadas. A Reguladora vai obrigar as empresas cotadas a publicar a política de remunerações bem como a remuneração dos administradores de forma individual, e a dos membros dos órgãos de fiscalização. O regulamento, segundo a CMVM, prevê que sejam divulgados, no relatório anual sobre o governo da sociedade, "a remuneração individualizada e agregada dos administradores e membros dos órgãos de fiscalização - distinguindo as componentes que deram origem à remuneração variável - bem como quais as parcelas da remuneração que já foram pagas e aquelas cujo pagamento foi diferido".

O Presidente da CMVM Carlos Tavares refere que as novas regras entram em vigor no dia seguinte ao da sua publicação em Diário da República pelo que se aplicam já ao próximo relatório anual sobre o governo das sociedades (relativo a 2009). Porém, só entrarão em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2011 "as regras do regulamento que estabelecem os deveres de divulgação da remuneração individual e agregada que os administradores e os membros dos órgãos de fiscalização das sociedades cotadas tenham recebido de outras empresas do grupo, e dos direitos de pensão que tenham adquirido".

O Governo vai passar a enviar anualmente ao Parlamento um relatório com as remunerações fixas e variáveis dos administradores públicos, prémios e regalias, segundo uma proposta do CDS-PP de alteração ao Orçamento para 2010, que vai reunir consenso.

"O Governo envia anualmente à Assembleia da República um relatório do qual constam as remunerações fixas, as remunerações variáveis, os prémios de gestão e outras regalias ou benefícios com carácter ou finalidade social ou inseridas no quadro geral das regalias aplicáveis aos demais colaboradores da empresa, dos titulares dos órgãos de gestão previstos no Decreto-lei 71/2007, de 27 de Março", refere a proposta de alteração. No que diz respeito à remuneração dos administradores, a reguladora recomenda um menor peso da componente variável do salário e a imposição de limites máximos nas remunerações.

8.1 Recomendações da CMVM, para as três áreas

Estas novas recomendações, que eram já conhecidas e estiveram em consulta pública entre 15 de Julho e 30 de Setembro 2009, incidem sobre as remunerações dos administradores, sobre o funcionamento dos sistemas de controlo de risco e sobre a independência dos auditores externos. A publicação deverá ser feita anualmente, no relatório anual sobre o governo da sociedade.



8.1.1 Remuneração dos administradores

- A remuneração vai basear-se na avaliação do desempenho que deverá ser feita de acordo com critérios mensuráveis pré-determinados e considerar o real crescimento da empresa e a riqueza efectivamente criada para os accionistas bem como a sua sustentabilidade;
- ser fixada de modo a desincentivar a assunção excessiva de riscos;
- incluir, no caso dos administradores executivos, uma componente variável globalmente razoável em comparação com a componente fixa, e ambas deverão ficar sujeitas a limites máximos;
- o pagamento da componente variável deverá ser diferido por pelo menos três anos e ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade durante esse período;
- os administradores não devem celebrar contratos com a sociedade ou com terceiros que tenham como efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da sua remuneração;
- os administradores executivos devem manter, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração anual total, as acções que tenham recebido a título de remuneração variável;
- quando a remuneração variável incluir a atribuição de opções sobre acções, o período para as poder exercer deve ser diferido por três anos;
- a sociedade deve estabelecer os instrumentos jurídicos necessários para que, em caso de destituição sem justa causa de um administrador, a compensação prevista não lhe seja paga caso a destituição ou cessação por acordo se deva a um desempenho desadequado.

8.1.2 Sistemas internos de controlo e gestão de riscos

Fixação dos objectivos estratégicos da sociedade em matéria de assumpção de riscos;

- identificação dos principais riscos ligados à concreta actividade exercida e dos eventos susceptíveis de originar riscos;
- análise e mensuração do impacto e da probabilidade de ocorrência de cada um dos riscos potenciais;
- gestão do risco com vista ao alinhamento dos riscos efectivamente incorridos com a opção estratégica da sociedade quanto à assunção de riscos;
- mecanismos de controlo da execução das medidas de gestão de risco adoptadas e da sua eficácia;
- adopção de mecanismos internos de informação e comunicação sobre as diversas componentes do sistema e de alertas de riscos;
- avaliação periódica do sistema implementado e adopção das modificações que se mostrem necessárias.



Capítulo VIII – Novas Recomendações da CMVM

Quanto ao Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade, deve passar a: identificar os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe no exercício da actividade; e descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos.

8.1.3 Independência dos auditores externos

- As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respectivamente de quatro ou três anos., ficando a sua manutenção dependente de um parecer específico do órgão de fiscalização.
- o auditor externo deve verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.
- a sociedade não deve contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com eles se encontrem em relação de participação ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Sempre que houver razões para a contratação de tais serviços eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade. A contratação desses serviços deve ser aprovada pelo órgão de fiscalização e deve ser explicitada no Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade.

8.2 Ilações

A questão da divulgação individual das remunerações dos administradores esteve na moda quando Mário Lino em Março de 2009, então Ministro das Obras Públicas, lançou o desafio à Portugal Telecom para que esta passasse a divulgar individualmente a remuneração dos membros dos seus órgãos sociais. O presidente da Portugal Telecom, Henrique Granadeiro, manifestou-se contra. "A minha posição é contra a divulgação individual dos salários dos corpos sociais pela razão de que uma política de divulgação de dados individuais é o caminho inverso da meritocracia que nós temos seguido". As afirmações do presidente da Portugal Telecom, poderão ser entendidas como o inverso das suas justificações, uma vez que entende que não devem ser tornado público as remunerações.

Entendendo que meritocracia é a forma de governo baseado no mérito, em que existe uma predominância de valores associados à educação e à competência, indicando posições ou colocações conseguidas por mérito pessoal. Embora a maioria dos governos seja em parte baseada na meritocracia, ela não se expressa de forma pura em nenhum lugar. O principal argumento em favor da meritocracia é que proporciona uma maior justiça do que outros sistemas hierárquicos, uma vez que as distinções não se dão por sexo ou raça, nem por riqueza ou



Capítulo VIII – Novas Recomendações da CMVM

posição social, entre outros factores biológicos ou culturais, nem mesmo em termos de discriminação positiva.

Entretanto a palavra meritocracia é agora frequentemente usada para descrever um tipo de sociedade onde riqueza e classe social são designados por competição, assumindo-se que os vencedores, de facto, merecem tais vantagens. Consequentemente, a palavra adquiriu uma conotação de "Darwinismo Social", e é usada para descrever sociedades agressivamente competitivas, com grandes diferenças de riqueza, contrastadas com sociedades igualitárias. O problema eterno na defesa da meritocracia é definir, exactamente, o que cada um entende por "mérito", além disso, um sistema que se diga meritocrático e que não o seja na prática será um mero discurso para mascarar privilégios e justificar indicações a cargos públicos.

Atribuindo às palavras proferidas por Henrique Granadeiro, a sua realidade de significados, o mesmo entende que os administradores das diversas empresas do PSI 20, que como todos sabemos, são os trabalhadores por conta de outrem que detêm e auferem os maiores rendimentos do seu trabalho, com responsabilidades elevadas, pois comandam as maiores empresas da economia portuguesa, não querem ver os seus rendimentos publicados, nem mesmo para os seus accionistas e colaboradores, pois é contra a meritocracia, ou seja, não divulgar seria a favor de um governo baseado nas grandes diferenças de riqueza, com enormes desigualdades na sociedade, escondendo os privilégios e regalias que esta pequena porção de executivos usufrui.

Entendendo que tanto os accionistas, os trabalhadores da empresa, bem como os possíveis investidores, e o público em geral, deveriam ter acesso a esta informação, pois só assim é que poderemos avaliar o seu mérito como administradores e capacidade para os cargos, com base no desempenho da empresa, não havendo claro, resultados discricionários.

Assim sendo, a divulgação da remuneração de forma individual que já era uma recomendação da CMVM, passa agora a ser obrigatória.

Ver anexos 2 e 3.



Conclusões e Recomendações

Conclusões e Recomendações

O trabalho dos administradores é de grande pressão, de elevada complexidade, e também tem a necessidade de exercer considerável julgamento. Os administradores estão altamente comprometidos com a organização, tendo uma orientação de acção, e uma necessidade de expressar a sua força motriz.

Planos de compensação para os administradores são uma combinação de remuneração fixa e de incentivos. Dada a importância deste grupo, da sua alta visibilidade e fácil circulação para outras organizações, é normal a utilização de uma estratégia de remunerações de alto nível. A determinação da remuneração individual é tipicamente dominada por remuneração por desempenho, sendo que a gestão por objectivos é utilizada como base para medir o desempenho. Todas as organizações têm um grande interesse que a remuneração paga aos administradores seja semelhante para posições semelhantes.

Os planos de incentivo dos administradores são divididos em curto e longo prazo. Os planos de curto prazo são recompensas do desempenho num determinado ano com base no desempenho do administrador, e dos objectivos atingidos, bem como os da empresa, mas com uma medida de desempenho organizacional que constituem a base da associação do bónus a partir do qual provêm esses fundos. A longo prazo, os incentivos destinam-se a manter o executivo na organização, para que este continue a desempenhar as suas funções. A maioria destes planos que normalmente são rendimentos diferidos, são uma variação de um plano de SO que concede o direito a acções ou a dinheiro ao executivo durante um longo período de tempo, com base no valor global da organização. Aos administradores também são concedidos uma série de benefícios e privilégios que não estão disponíveis para os outros grupos de colaboradores.

As empresas usam SO como um substituto da compensação em dinheiro quando enfrentam dificuldades financeiras e quando os gastos de capital externo são maiores. Enquanto que o uso de planos de opções para executivos de topo têm sido generalizados por décadas, os planos que incluem colaboradores de níveis inferiores é relativamente um fenómeno recente. A vontade dos colaboradores de níveis inferiores para aceitar as opções da empresa em vez de dinheiro depende provavelmente de factores específicos de cada empresa, tais como o retorno que eles ou os seus co-colaboradores receberam nas opções anteriormente concedidas que por sua vez, estes factores específicos de cada empresa são susceptíveis de afectar a forma como o plano de SO evolui no tempo.

Pretende-se com estes planos salariais que os administradores obtenham uma melhor remuneração à medida que a empresa é melhor gerida, e que esta se valorize, de forma a exercerem os seus direitos com ganhos significativos (o preço da acção no mercado é maior do que o preço de exercício da opção no momento do



Conclusões e Recomendações

exercício).

Estes planos de SO são vistos como um elemento de compensação salarial, de incentivo ao aumento de produtividade e também uma forma de manutenção de quadros.

As opções são particularmente uma medida dispendiosa de transmitir compensação, sendo incentivo importante e benéfico como tipo de pagamento, mas também é verdade para os bónus de risco e outras formas de pagamentos contingentes.

Hoje, os executivos de topo recebem mais de 400 vezes o salário dos restantes colaboradores. Isto pode ser devido à falta de candidatos, mas também poderá ser atribuído à falta de supervisão do CA e à vontade para pagar aos executivos mais do que a concorrência. Recentemente, tem havido uma necessidade para que o CA estabeleça uma CR para definir planos de compensação para os executivos, bem como estabelecer os montantes de compensação e monitorizar os resultados destes planos.

A divulgação da remuneração dos executivos das empresas cotadas nos mercados de capitais, principalmente daquelas que apresentam dificuldades, tem surpreendido principalmente pelo seu elevado valor, o que faz com que haja necessidade de intervenção das reguladoras. Como verificado e analisado neste estudo, as recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades têm vindo a aumentar a sua qualidade de informação, evoluindo e privilegiando uma maior abrangência das informações prestadas pelas empresas cotadas.

A compensação dos executivos continua a ser um tópico extremamente controverso para os CA, investidores institucionais, activistas, e reguladoras governamentais. Que atributos causa a imprensa para gerar artigos negativos sobre a compensação dos CEO? Será que a cobertura negativa faz com que a empresa mude as suas políticas de compensação?

Algumas descobertas revelam que a imprensa faz alguns ajustamentos nos determinantes económicos padrão da compensação antes de produzir um artigo negativo, no qual a imprensa foca no pagamento em excesso em oposição aos níveis de compensação brutos. Contudo, consistente com o sensacionalismo, a imprensa foca também a sua atenção negativa para os CEO com grandes exercícios de SO, e que por outro lado a cobertura negativa faz com que as alterações às práticas de compensação ou de mandatos dos administradores se altere, sendo pouco claro se a imprensa afecta ou não as práticas de escolhas de compensação feitas pelos CA.

Os executivos exercem, vendem ou mantêm decisões, parcialmente motivados por informação privilegiada, estes possuem informação privilegiada positiva quando evitam exercer por um período prolongado. O exercício das SO por parte dos executivos como um todo, não indica nenhuma informação privilegiada. Sobre informação privilegiada positiva e políticas fiscais, só é óptimo o exercício das opções e manter as acções se a empresa



Conclusões e Recomendações

também pague razoáveis dividendos, caso contrário, os executivos podem lucrar mais em manter as opções e comprar acções adicionais.

Algumas empresas podem impor requisitos de manutenção das acções aos seus executivos, pelo que estes não podem vender as acções adquiridas através do exercício das opções.

A composição da CR tem impacto no alinhamento dos interesses dos accionistas e das equipas de gestão. De facto, concluiu-se que o desalinhamento entre os accionistas e a administração não é tão forte nas empresas onde a CR é independente e que a remuneração variável é relativamente mais importante em empresas que têm uma CR independente, o que pode indicar que a independência da CR permite um maior alinhamento de interesses entre os administradores e os accionistas.

Os resultados apresentados permitem concluir, que nas empresas portuguesas, existe uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e os resultados do exercício. Assim, aumentos dos resultados estão associados a aumentos da remuneração.

As empresas portuguesas com uma maior dimensão, atribuem uma maior remuneração aos seus administradores, pelo que a composição das CR também têm um peso importante neste processo.

Os resultados demonstram que quanto maior a dimensão da empresa, maior a remuneração dos seus administradores, sendo que estes são consistentes com a ideia que empresas de maior dimensão possuem uma especial complexidade e requerem administradores mais hábeis e mais capazes que, como tal, exigem maiores remunerações.

Foi verificado que as empresas Norte-Americanas são as que têm uma maior dimensão, seguida da Alemanha, Espanha e Japão. As empresas Portuguesas apresentam apenas 10% das empresas Japonesas.

As empresas Norte-Americanas são as que apresentam rendibilidades mais elevadas, seguido de Portugal. Neste ponto, as empresas Espanholas apresentam valores muito baixos, quase nulos, como se não tivessem rendibilidade. Por outro lado as empresas Japonesas como resultado de um desempenho negativo, estas são também rendibilidades negativas.

As empresas Portuguesas ao nível da remuneração fixa, encontram-se muito perto das empresas Norte-Americanas, mas é na remuneração variável, nomeadamente motivado pelos elevados montantes de incentivos, as *stock based* (na sua maioria as SO), que estas últimas de destacam, deixando todas as restantes empresas da Alemanha, Espanha, Japão e Portugal muito longe dos níveis praticados.



Conclusões e Recomendações

O peso relativo das remunerações em relação às suas componentes (fixa e variável) é no Japão que a remuneração fixa tem mais impacto, com 76,50%. Portugal apresenta uma maioritariamente relativa remuneração fixa com 54,44%, nas empresas Espanholas a remuneração variável situa-se nos 62%, 69,40% na Alemanha e nas empresas Norte-Americanas uns elevados 90,40%.

Na relação entre remuneração e valor da empresa, o que nos permite comparar remunerações diferentes com dimensões diferentes, é nas empresas Norte-Americanas que os valores são mais baixos com 0,052%. Nas empresas dos restantes 3 índices, a Espanha, a Alemanha e o Japão, estas são muito próximas com 0,076%, 0,078% e 0,084%, respectivamente. No caso das empresas Portuguesas o valor é totalmente disforme em relação aos verificados nos 4 índices, uma vez que apresenta uns espantosos 0,267%, o que nos traduz em remunerações praticadas muito elevadas ao que seria normal e aceitável.

Já na análise entre os administradores de uma empresa de um país e o Chefe de Estado desse mesmo país, verificamos que é em Espanha que esta diferença é maior, com 10 vezes o valor do Primeiro-Ministro Espanhol, seguido os administradores Norte-Americanos com 8 vezes mais o Presidente Barack Obama, 5 vezes os administradores alemães em relação à Chanceler Angela Merkel e o Primeiro-Ministro Japonês recebe 4 vezes menos um administrador de uma empresa Japonesa. Já em Portugal, um administrador de uma empresa Portuguesa recebe respectivamente 4 vezes mais que o Presidente da República e 5 vezes mais o Primeiro-Ministro. Estes resultados levam à conclusão que de facto os administradores de uma empresa, seja ela de que país, recebem mais do que os altos governantes desse mesmo país, o que a nível de dimensão comparativa entre o país e a empresa, esta última seja uma pequena amostra do Estado.

Verifica-se que em Portugal, mesmo tendo empresas muito mais pequenas que nas restantes empresas analisadas e os seus valores remuneratórios sejam muito elevados, o mesmo acontece em relação aos nossos Chefes de Estado, uma vez que os seus valores são muito próximos dos valores praticados em Espanha, mesmo considerando uma variável não analisada e nem referida como é o Salário Mínimo Nacional (EUR 450,00 em Portugal e EUR 624,00 em Espanha em 2009).

Nesta parte das Conclusões e Recomendações, irá ser apresentado umas notícias que ao longo da pesquisa e da análise sobre este tema foram divulgadas para posteriormente poder analisar e concluir esta dissertação.

“João Rendeiro recebeu 3.001.750 euros em 2008, ano em que a instituição (BPP) solicitou a intervenção do Banco de Portugal para evitar a falência, tendo declarado em sede de IRS apenas 616.808 euros. O antigo presidente do BPP foi forçado, no ano passado, a pagar mais de quatro milhões de euros ao fisco por ter declarado menos nove milhões de euros de rendimentos entre 1999 e 2008, a maioria dos quais recebidos através de *offshores*. Rendeiro avançou com uma acção judicial contra o BPP por considerar que o banco lhe



Conclusões e Recomendações

pagou menos do que devia, uma vez que entendia que os 12 milhões de euros que auferiu naqueles dez anos deviam ser líquidos.” In Diário Económico

Esta notícia é o expoente máximo da crítica de qualquer artigo publicado sobre este tema. Para além do antigo presidente do BPP receber cerca de 3 milhões de euros em 2008 a título de remuneração, em que teve de pagar cerca de 616 mil euros a título de imposto, o que representa cerca de 20%, e como sabemos para estes níveis de rendimentos a taxa não é de certeza absoluta apenas 20%, ainda por cima processou o banco porque este pagou menos do que devia, o tal banco que conseguiu através da sua gestão que este esteja à beira da falência.

“Lawrence Ellison CEO da Oracle lidera a relação dos CEO de empresas cotadas em bolsa que mais ganharam entre 2000 e 2009, tendo em conta salários, bónus e o valor de opções sobre acções que receberam, entre outras compensações, segundo uma análise realizada pelo *'Wall Street Journal'*. O CEO da Oracle recebeu um total de 1,84 mil milhões de dólares na década passada e ficou no topo da lista com uma vantagem substancial em relação ao segundo lugar, ocupado por Barry Diller, CEO da IAC/InterActiveCorp e da Expedia.com, que recebeu 1,1 mil milhões de dólares. Ray Irani, CEO da Occidental Petroleum (857,1 milhões); Steve Jobs, fundador da Apple, (748,8 milhões); e Richard Fairbank, da Capital One (568,5 milhões), completam os cinco primeiros lugares da lista.” In Diário Económico

Como é que é possível, apenas por gerir uma empresa, que até poderão gerir muito bem, produzindo valor, e ter remunerações entre 50 milhões de dólares/ano e 184 milhões de dólares/ano? Algo vai mal na retribuição da riqueza pelos colaboradores das empresas.

“Os accionistas privados travaram ontem (17/04/2010), nas assembleias-gerais, a intenção do Governo de limitar as remunerações na EDP e na PT, no dia em que os salários marcaram o debate quinzenal. Apesar desta situação, o presidente executivo da EDP, António Mexia - cujo salário de 3,1 milhões de euros ganhos em 2009 tem estado na base da polémica gerada em torno da política de remunerações.” In Diário Económico

“Ao todo, o *Chairman* da PT e os seus sete administradores executivos tiveram direito a 3,2 milhões de euros em remunerações fixas. Segundo os dados divulgados pela operadora, o *'Chairman'* da PT, Henrique Granadeiro, auferiu um total de 485,42 mil euros entre o início do actual mandato (em Março) e Dezembro de 2009, em remunerações fixas. Já o CEO Zeinal Bava auferiu 546 mil euros na forma de remuneração fixa. No ano passado, devido à conjuntura económica, o administrador reduziu o seu ordenado fixo em 10%, bem como os dos restantes administradores executivos.” In Diário Económico



Conclusões e Recomendações

“Remunerações devem ser definidas pelos accionistas”

Algumas das declarações do presidente do BES proferidas durante a conferência de ontem (05/05/2009). Na conferência de imprensa de apresentação dos resultados trimestrais, o presidente do BES revelou a sua opinião sobre a imposição de remunerações feitas pelo Estado, a possível entrada do Bradesco no capital da PT e próximos passos de internacionalização do banco.” In Diário Económico

Este tema sendo delicado, ainda agrava-se mais quando começamos a tentar estabelecer limites máximos, neste caso impostos ao nível governamental, quando o Estado Português é accionista destas empresas, no caso da PT e da EDP. Ricardo Salgado (BES) afirma que as “Remunerações devem ser definidas pelos accionistas”, no qual concordo plenamente, mas estes (accionistas) devem mesmo impor limites. Estes limites não podem ser impostos desta maneira, têm que ser os accionistas em AG a limitar estes valores, reduzindo de uma forma consciente e valorizando o desempenho destes administradores até ao limite estabelecido.

“Só três sociedades falharam estimativas feitas pelos analistas (27/08/2010). Os resultados das empresas da bolsa de Lisboa cresceram no primeiro semestre. Aumentaram em quase 30% face ao mesmo período de 2009, beneficiando do melhor desempenho da economia portuguesa e dos países onde estão presentes. O corte de gastos e o aumento das receitas permitiu melhorar a rentabilidade dos negócios. Das 17 cotadas que já revelaram as contas, só três falharam as previsões.” In Jornal de Negócios

Nos 6 primeiros meses de 2010, apenas 3 empresas é que falharam as suas previsões, significando que as restantes 17 empresas do PSI-20 aumentaram quase 30% os resultados, ou seja, as remunerações têm uma ligação aos resultados da empresa, o que significa que a probabilidade de aumentar as remunerações no exercício de 2010, tendo por base os prémios de desempenho, no qual as SO serão um instrumento possível, é muito elevada.

“Os bancos de investimento distribuíram remunerações de quase 100 mil milhões de euros, segundo uma análise do Wall Street Journal. Os bónus regressaram em força a Wall Street. Com o mundo ainda a refazer-se da maior crise financeira dos últimos 80 anos, as empresas do sector financeiro nos EUA distribuíram um valor recorde de remunerações em 2010, de acordo com cálculos feitos pelo Wall Street Journal. No ano passado, as remunerações atingiram 135 mil milhões de dólares (97,75 mil milhões de euros). O valor representa uma subida de 5,7% face aos salários e prémios distribuídos em 2009. A motivar a subida dos valores pagos está a recuperação das receitas das firmas financeiras, impulsionadas pelas divisões da banca de investimento e de *'trading'*.

De referir que a aposta da banca tem recaído pelo aumento de salários fixos em detrimento de remuneração variável, para respeitar as directrizes dadas pelos reguladores. O objectivo é prevenir a tomada de riscos excessivos de curto prazo pelos administradores, para melhorarem o bónus no final do ano.



Conclusões e Recomendações

A análise do The Wall Street Journal incidiu sobre 25 empresas financeiras cotadas em bolsa. Os presidentes do Bank of America e do Goldman Sachs estão entre os que viram as suas remunerações aumentar mais. Brian Moynihan viu o seu cheque aumentar 67% em 2010, enquanto Lloyd Blankfein teve o salário triplicado.” In Diário Económico

Enquanto tentamos “levantar” de uma das mais profundas crises económico-financeiras, que foi iniciada no sistemas financeiros, nomeadamente os de investimento, estes mesmos passado apenas 2 anos já estão a bater recordes de remunerações atribuídas aos seus administradores. Este aumento tem como impulsionador um aumento da componente fixa em detrimento da componente variável, o que significa que a componente fixa tende a ficar inalterada, mas a componente variável tende em condições normais a aumentar, significando mais e maiores remunerações atribuídas aos administradores.

“Eric Schmidt passou de CEO a ‘*chairman*’ do Google e pelo caminho foi premiado com 100 milhões de dólares. O dito bónus, o equivalente a 73 milhões de euros, inclui acções e opções a serem exercidas no prazo de quatro anos e é o primeiro prémio a ser entregue a Eric Schmidt desde que o administrador entrou na empresa em 2001, segundo revelou um porta-voz da tecnológica norte-americana à “Reuters”. A notícia foi inicialmente avançada pela Bloomberg, citando um comunicado do Google, que referia que este prémio foi aprovado na sexta-feira passada e surge no seguimento do anúncio surpresa de que Eric Schmidt vai assumir o cargo de ‘*chairman*’ do grupo a partir de Abril e que será substituído por Larry Page, co-fundador do maior motor de busca do mundo, como CEO. Esta revelação foi feita no mesmo dia da divulgação dos resultados da Google, cujo lucro líquido cresceu 29% para 2,5 mil milhões de dólares (1,8 mil milhões de euros) no quarto trimestre de 2010, superando as expectativas dos analistas. A Google revelou também na semana passada que Eric Schmidt comunicou em Dezembro a intenção de vender parte da posição na empresa. A 31 de Dezembro, Schmidt detinha 9,2 milhões de acções. As acções da Google seguiam hoje a cair mais de 1% para 604,72 dólares, somando já quarto sessões seguidas de perdas em Wall Street.” In Diário Económico

Esta notícia é no mínimo surpreendente, uma vez que um CEO Norte-Americano, de uma grande empresa, esteve 10 anos sem receber qualquer quantia a título de remuneração variável, de prémios por desempenho. Entende-se claramente que este prémio não corresponde a um prémio anual, mas sim a um prémio pelo tempo que estava à frente dos comandos da Google.

Como refere Francisco Murteira Nabo, Bastonário da Ordem dos Economistas a 15 de Abril de 2010 in Diário Económico, este tema merece uma reflexão porque de facto, o que foi divulgado, mostra que não tem existido em Portugal, nesta matéria, uma política coerente e equilibrada, antes pelo contrário, se verifica a existência de situações de difícil compreensão.



Conclusões e Recomendações

No seu ponto de vista, Francisco Murteira Nabo tem cinco princípios-chave que podem nortear esta política no futuro:

“a) em primeiro lugar há que fazer o ‘benchmark’ em termos europeus das remunerações fixas cá praticadas, comparando-as com situações similares fora, e ajustá-las à nossa dimensão empresarial, ao maior ou menor ambiente de concorrência e ainda ao nível do poder de compra do país, sob pena de, se o não fizermos, poderem surgir situações escandalosas ou de difícil fundamentação;

b) depois há que estimular as remunerações variáveis dos administradores, mas limitando as suas remunerações totais, de forma a evitar que o peso das remunerações variáveis ultrapasse níveis inaceitáveis (por exemplo, a remuneração total do presidente executivo (CEO) não ultrapassar duas vezes a sua remuneração anual fixa);

c) ainda obrigar à adopção de uma muito rigorosa correlação entre as remunerações variáveis praticadas e os reais resultados económicos obtidos, bem como os níveis de risco envolvidos, de forma a evitar “dessintonias” como algumas que surgiram na comunicação social (por exemplo, empresas a não crescerem ou com resultados piores do que nos anos anteriores, mas com remunerações variáveis a crescer);

d) também assumir de forma clara que os presidentes não executivos (*Chairman*), devem ter apenas remunerações fixas, dado que a sua contribuição para a criação de valor não está relacionada com o dia-a-dia da gestão operacional;

e) finalmente assumir-se que terá de haver um forte espírito de equipa ao nível da Comissão Executiva, que só se conseguirá se não houver um grande distanciamento entre a remuneração do CEO e a dos vogais da Comissão Executiva (por exemplo, as suas remunerações deverão ser da ordem dos 60 % a 70% a remuneração do CEO).

A adopção destas regras poderá conduzir a uma mais equilibrada política de remunerações dos gestores e também melhorar o espírito de equipa, a meu ver chave para o sucesso empresarial”, conclui Francisco Murteira Nabo, Bastonário da Ordem dos Economistas.

As empresas Portuguesas do PSI-20 melhoraram o seu nível de governo societário no último ano (2008 para 2009), mas ainda há muito a fazer no meu ponto de vista.

O *Corporate Governance* diz respeito à forma de relacionamento entre administradores e accionistas da empresa. É um conjunto de regras que minimizam a possibilidade de que interesses específicos se sobreponham aos interesses gerais de todos os accionistas da empresa, nomeadamente os minoritários. Esse conjunto de regras assenta em três pontos: direitos dos accionistas, funcionamento do CA e transparência



Conclusões e Recomendações

(ponto fundamental).

Os CA em Portugal têm pouca presença de membros independentes, não associados a interesses específicos, o que é negativo para as empresas. Outro ponto é que o presidente do CA tem funções executivas, o que critico, pois tem que haver uma separação entre estes dois poderes, o de presidente do CA e o de presidente executivo. As CR também não têm muita independência, uma vez que elementos executivos fazem parte desta Comissão.

Na transparência, ponto fundamental que referi anteriormente, verificou-se melhorias em Portugal, pois a grande maioria das empresas já divulgam a remuneração da forma individualizada dos membros do CA, separando mesmo em remunerações fixas e variáveis, mas não as componentes de cada uma.

Deste estudo resultam as seguintes recomendações e medidas a tomar:

- O Presidente do CA e da CE não devem ser a mesma pessoa;
- Os membros independentes dos CA devem aumentar;
- Deve haver um limite (anos) no exercício das funções executivas, mas não coloco a idade dos mesmos como um limite, mas sim a competência;
- Os auditores devem ser substituídos regularmente evitando assim possíveis fraudes;
- As remunerações do CA devem obrigatoriamente passar pela AG, como recomendação da CR, mas impondo um limite de valor fixos e de valores variáveis;
- Os prémios baseados no desempenho, sejam eles monetários ou *stock based*, devem estar representados e visíveis os seus fundamentos e a sua representatividade.

Esta necessidade de aproximar as remunerações dos CEO aos valores praticados externamente ao nosso país, quando as nossas empresas são uma pequena percentagem da dimensão das empresas estrangeiras, poder-se-á tornar inoportáveis estes valores, mesmo internamente trará uma maior desigualdade entre a remuneração mais baixa e estas remunerações mais elevadas.

As SO são instrumentos que as empresas devem recorrer para remunerar os seus administradores e restantes executivos, uma vez que está ligada ao desempenho da empresa nos mercados, mas esta forma deve ser consciente e cautelosa.

Temos que conseguir olhar para as suas compensações e avaliar o seu mérito. Como poderíamos avaliar sem ter informações? Como podemos querer uma sociedade democrática e transparente, enquanto alguns elementos da nossa sociedade com cargos hierárquicos e altamente visíveis recebem de compensação dos seus serviços elevados montantes, até aos três milhões de euros num ano, e por vezes as empresas por eles geridas apresentam maus desempenhos?



Referências Bibliográficas

Referências Bibliográficas

Aboddy, D., Hughes, J., Liu, J and Su, W. (2008) – *Are executive stock options exercises driven by private information?*, *Review of Accounting Studies* 13 p. 551-570

Aboddy, D., Kasznik, R. (2008) – *Executive stock-based compensation and firms' cash payout: the role of shareholders' tax-related payout preferences*, *Review of Accounting Studies* 13 p. 216-251

Abreu, José Filipe (2007) – *Na Agency Theory approach to the Determinants of dividend policy: Evidence from the Portuguese Stock Market*, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários* 28 p. 36-50

Andergassen, Rainer (2008) – *High-powered incentives and fraudulent behavior: Stock-based versus stock option-based compensation*, *Economics Letters* 101 p. 122-125

Atchison, T. J., Belcher, D. W. and Thomsen, D. J. (2010) - *Wage and Salary Administration*, ERI Economic Research Institute, Chapter 18,19

Baker, T., Collins, D., Reitenga, A. (2003) – *Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives*, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, p. 557-582

Beck, P. and Zorn, T. (1982) – *Managerial Incentives in a Stock Market Economy*, *The Journal of Finance*, vol 37 n° 5 p. 1151-1167

Brenner, M., Sundaram, K., Yermack, D. (2000) – *Altering the terms of executive stock options*, *Journal of Financial Economics* 57 p. 103-128

Chance, D., Kumar, R. and Todd, R. (2000) – *The “repricing” of executive stock options*, *Journal of Financial Economics* 57 p. 129-154

Cordes, C., Richerson, P., McElreath, R., Strimling, P. (2008) – *A naturalistic approach to the theory of the firm: The role of corporation and cultural evolution*, *Journal of Economic Behavior & Organization* 68 p. 125-139

Core, J. and Guay, W. (1999) – *The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels*, *Journal of Accounting and Economics* 28 p. 151-184

Core, J. and Guay, W. (2001) – *Stock option plans for non-executive employees*, *Journal of Financial Economics* 61 p. 253-287

Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. (1999) – *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, *Journal of Accounting and Economics* 51 p. 371-406

Core, J. and Larcker, D. (2002) – *Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership*, *Journal of Financial Economics* 64 p. 317-340

Core, J., Guay, W., Larcker, D. (2008) – *The power of the pen and executive compensation*, *Journal of Financial Economics* 88 p. 1-25



Referências Bibliográficas

- Cremers, M., Driessen, J., Maenhout, P. and Weinbaum, D. (2008) – *Individual stock-option prices and credit spreads*, Journal of Banking & Finance 32 p. 2706-2715
- Direcção-Geral da Empresa (2003) – *Opções de Acções para Empregados. O enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de acções para empregados na UE*, Comissão Europeia, Junho
- Hall, B., Murphy, K. (2002) – *Stock options for undiversified executives*, Journal of Accounting and Economics 33 p. 3-42
- Haugen, R., Senbet, L. (1981) – *Resolving the Agency Problems of External Capital through Options*, The Journal of Finance vol 36 no.3 p.629-647
- Himmelberg, C, G. Hubbard e D. Palia (1999) - *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, Journal of Financial Economics 53 p. 353-384
- Jackson, S., Lopez, T. and Reitenga, A. (2008) – *Accounting fundamentals and CEO bonus compensation*, Journal of Accounting Public Policy 27 p. 374-393
- Jensen, M. And Meckling, W. (1976) – *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure*, Journal of Finance Economics, vol 3 nº 4 p. 305-360
- Johnson, S., Tian, Y. (2000) – *The value and incentive effects of non-traditional executive stock option plans*, Journal of Financial Economics 57 p. 3-34
- Lam, Swee-Sum, Chng, Fen-Bey (2006) – *Do executive stock option grants have value implications for firm performance?*, Review of Quantitative Finance and Accounting 26 p.249-274
- Matos, Paulo Verga (2009) – *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns problemas e soluções*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 33 p. 92-104
- Nickerson, J., Zenger, T. (2008) – *Envy, Comparison costs, and the economic theory of the firm*, Strategic Management Journal 29 p. 1429-1449
- Murphy, K. (1999) – *Executive Compensation*, Working paper, June
- Pereira da Silva, Paulo (2009) – *Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e Desempenho das Empresas*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 33 p. 72-91
- Pereira do Nascimento, Raquel Sofia (2009) – *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 32 p. 73-93
- Pires, Pedro Machado (2004) – *A Nova contabilização de Stock Options*, Semanário Económico de 30 de Abril
- Stein, J. (1989) – *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, The Quarterly Journal of Economics November p. 655-669
- Teixeira dos Santos, Fernando (2000) – *O Mercado de acções e o risco associado às políticas de Stock Options*, Working Paper
- Yermack, D. (1995) – *Do corporations award CEO stock options effectively?*, Journal of Financial Economics 39 p.237-269



Referências Bibliográficas

Yermack, D. (1997) – Good Timing: CEO Stock Option Awards and company News Announcements, *The Journal of Finance* vol 52 no.2 p. 449-476

Yermack, D. (1998) – *Companies' Modest Claims About the Value of CEO Stock Option Awards*, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 10 p. 207-226

Decreto-Lei 442-A/88 de 30 de Novembro, *Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares*

Acedido em 4 de Julho de 2010:

<http://www.eridlc.com/index.cfm?fuseaction=textbook.chpt19>

<http://www.eridlc.com/index.cfm?fuseaction=textbook.chpt18>

Acedido em 24 de Julho de 2010:

<http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers/dow/>

<http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers/nikkei-225/>

<http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers/dax/>

<http://www.psi20.net/>

Acedido em 29 de Julho de 2010:

http://economico.sapo.pt/noticias/rendeiro-recebeu-3-milhoes-no-ano-em-que-o-bpp-faliu_87752.html

http://economico.sapo.pt/noticias/os-5-ceo-mais-bem-pagos-da-decada_95653.html

http://economico.sapo.pt/noticias/privados-da-edp-e-pt-derrotam-governo-nos-salarios-dos-gestores_87065.html

http://economico.sapo.pt/noticias/as-remuneracoes-dos-gestores_86789.html

http://economico.sapo.pt/noticias/pt-divulga-pela-primeira-vez-os-salarios-dos-gestores_84249.html

http://economico.sapo.pt/noticias/estrategias-para-a-proxima-correcao-dos-mercados_87830.html

http://economico.sapo.pt/noticias/remuneracoes-devem-ser-definidas-pelos-accionistas_9732.html

http://economico.sapo.pt/noticias/cmvm-obriga-empresas-a-divulgar-salarios-dos-administradores_78892.html

http://economico.sapo.pt/noticias/cds-quer-que-governo-comunique-remuneracoes-dos-gestores-publicos_83245.html

Acedido em 4 de Agosto de 2010:

<http://beginnersinvest.about.com/od/annualreports/a/proxy-statement.htm>

<http://biztaxlaw.about.com/od/glossary/g/proxystatement.htm>



Referências Bibliográficas

http://bolsa.sic.pt/liste_indicesFR.html?pays=PT

Acedido em 26 de Agosto de 2010:

http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=403975

Acedido em 27 de Agosto de 2010:

http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=440895

Acedido em 24 de Janeiro de 2011

http://economico.sapo.pt/noticias/ceo-do-google-recebe-bonus-de-100-milhoes-de-dolares_109449.html

Acedido em 2 de Fevereiro de 2011

http://economico.sapo.pt/noticias/salarios-em-wall-street-batem-records_110206.html

Acedido a 4 de Fevereiro de 2011

http://economico.sapo.pt/noticias/as-accoes-nacionais-na-liga-dos-campeoes-das-bolsas-europeias_109960.html

http://www.rr.pt/informacao_detalhe.aspx?fid=92&did=138166

<http://yoursdp.org/index.php/news/singapore/2159-who-are-the-10-best-paid-politicians-in-the-world>

<http://5dias.net/2009/02/13/o-salario-de-jose-socrates/>

<http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/europe/article6991798.ece>

<http://www.irishtimes.com/newspaper/ireland/2010/1208/1224285029070.html>

3M (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.3m.com/>

Adidas (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.adidas.com/pt/homepage.asp>

Allianz (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.allianzglobalinvestors.com/en/Pages/default.aspx>

Altri (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.altri.pt/>

American Express (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

https://home.americanexpress.com/home/mt_personal.shtml



Referências Bibliográficas

AT&T (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.att.com/gen/landing-pages?pid=9214>

Bank of America (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<https://www.bankofamerica.com/>

Basf (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.basf.com/group/corporate/en/>

Bayer (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.bayer.com/>

BES (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.bes.pt/>

Bloomberg (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.bloomberg.com/>

Bolsa PT. Informação bolsista. Acedido através do endereço:

<http://www.bolsapt.com/>

BPI (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.bancobpi.pt/>

Brisa (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.brisa.pt/PresentationLayer/homepage.aspx>

Canon (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.canon.com/>

Casio (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.casio.com/>

Cimpor (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.cimpor.com/>

CMVM (2010). Informação diversa. Acedido através do endereço:

<http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>

Coca-Cola (2010). Informação diversa. Acedido através do endereço:

<http://www.coca-cola.com/index.jsp>



Referências Bibliográficas

Continental (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

http://www.conti-online.com/generator/www/start/com/en/index_en.html

Daimler (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.daimler.com/>

Deutsche Bank (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

http://www.db.com/index_e.htm

Deutsche Post (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.deutschepost.de/dpag?xmlFile=828>

Deutsche Telekom (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.telekom.com/dtag/cms/content/dt/en/6908>

Dupont (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

http://www2.dupont.com/DuPont_Home/en_US/index.html

EDP (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.edp.pt/pt/Pages/homepage.aspx>

EDP Renováveis (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.edprenovaveis.com/>

Exxon-Mobil (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.corp.exxonmobil.com/corporate/>

Fujifilm (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.fujifilm.com/>

Galp (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.galpenergia.com/EN/Paginas/Home.aspx>

General Electric (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.ge.com/>

Hitachi (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.hitachi.com/>

Hewlett-Packard (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://h30261.www3.hp.com/phoenix.zhtml?c=71087&p=irol-irhome>



Referências Bibliográficas

Honda (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.honda.com/>

Inapa (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.inapa.pt/>

Jerónimo Martins (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.jeronimomartins.com/pt/homepage/index.html>

JP Morgan Chase (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.jpmorganchase.com/corporate/Home/home.htm>

Konami (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.konami.com/>

Lufthansa (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.lufthansa.com/ae/en/Homepage>

Millenium BCP (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.millenniumbcp.pt/>

Mizuho Financial (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.mizuho-fg.co.jp/english/>

Mota-Engil (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.mota-engil.pt/>

Nec (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.nec.com/>

Nissan (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.nissan-global.com/EN/index.html>

Portucel (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.portucelsoporcel.com/pt/>

Portugal Telecom (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT>

Ren (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.ren.pt/vPT/Pages/Homepage.aspx>



Referências Bibliográficas

SEC (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.sec.gov/>

Semapa (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.semapa.pt/default.asp?detectflash=false>

Sonae (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.sonae.pt/pt/>

Sonae Industria (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.sonae-industria-tafisa.com/>

Sonae.com (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.sonaecom.pt/>

Sony (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.sony.net/>

Zon (2010). Informação Financeira. Acedido através do endereço:

<http://www.zon.pt/>



Anexos

Anexos

Anexo 1 – Tabelas

Tabela 1 – Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total **	Vendas **	RLE **	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2007	POR	Altri	1.056	419	35	3,33	29,75	15,67	5,33	
2007	POR	BCP	88.166	4.332	619	0,70	12,67	22,46	2,92	
2007	POR	BES	59.139	2.591	653	0,96	12,06	12,30	15,00	
2007	POR	BPI	40.546	2.413	372	0,92	19,52	11,81	5,36	
2007	POR	Brisa	5.359	623	259	4,84	15,33	22,84	10,05	
2007	POR	Cimpor	4.834	1.807	321	6,64	16,89	13,33	6,00	
2007	POR	EDP	31.484	11.011	1.020	3,24	14,07	17,88	4,47	
2007	POR	EDP Ren.								
2007	POR	Galp	5.750	12.433	720	12,69	30,39	21,14	18,39	
2007	POR	Inapa	856	1.057	-10	-1,21	-6,99	2,42	0,92	
2007	POR	J.Martins	3.127	5.350	151	4,83	17,46	42,75	5,40	
2007	POR	Mota-Engil	3.386	1.402	108	3,18	27,85	10,30	5,12	
2007	POR	Portucel	1.137	2.459	154	6,26	13,09	11,15	2,23	
2007	POR	PT	13.122	6.148	835	6,36	40,10	12,94	8,93	
2007	POR	REN	3.970	555	145	3,66	14,43	13,41	3,62	
2007	POR	Semapa	3.257	1.435	161	4,92	15,37	8,22	8,77	
2007	POR	Sonae	7.026	4.630	357	5,08	22,05	11,37	1,73	
2007	POR	Sonae Ind.	2.168	2.076	89	4,13	14,22	11,84	6,65	
2007	POR	Sonae.com	1.759	899	37	2,11	3,97	33,00	3,30	
2007	POR	Zon	1.000	716	52	5,29	13,53	59,69	9,55	
2007	POR	TOTAL	277.142	62.356	6.078					
2007	POR	TOTAL MÉDIA	13.857	3.118	320	3,90	16,29	17,73	6,19	
2008	POR	Altri	1.115	253	5	0,41	5,40	52,50	2,10	
2008	POR	BCP	94.424	5.270	258	0,27	4,13	27,00	0,81	
2008	POR	BES	82.297	3.838	427	0,59	9,18	9,04	6,69	
2008	POR	BPI	43.004	3.090	178	0,41	9,08	9,83	1,75	
2008	POR	Brisa	5.594	686	151	2,70	11,07	20,58	5,35	
2008	POR	Cimpor	4.615	2.089	233	5,06	14,44	10,54	3,48	
2008	POR	EDP	35.745	13.894	1.212	3,39	14,14	8,97	2,69	
2008	POR	EDP Ren.	9.419	532	112	1,19	2,16	31,25	5,00	
2008	POR	Galp	6.623	15.189	117	1,77	5,27	51,29	7,18	
2008	POR	Inapa	763	1.052	1	0,13	0,67	48,57	0,34	
2008	POR	J.Martins	3.727	6.894	176	4,72	18,90	20,79	3,97	
2008	POR	Mota-Engil	3.710	1.869	40	1,07	11,65	14,98	2,35	
2008	POR	Portucel	2.451	1.127	131	5,35	10,52	9,12	1,55	
2008	POR	PT	13.714	6.721	696	5,07	58,16	9,48	6,07	
2008	POR	REN	3.823	607	127	3,33	12,59	11,83	2,84	
2008	POR	Semapa	3.280	1.441	137	4,18	12,22	6,79	6,40	
2008	POR	Sonae	7.306	5.353	39	0,53	2,50	10,27	0,44	
2008	POR	Sonae Ind.	1.921	1.887	-103	-5,37	-25,77	-1,97	1,52	
2008	POR	Sonae.com	1.973	987	5	0,26	0,56	100,00	1,00	
2008	POR	Zon	1.323	777	52	3,90	26,89	23,19	3,71	
2008	POR	TOTAL	326.827	73.556	3.994					
2008	POR	TOTAL MÉDIA	16.341	3.678	200	1,95	10,19	23,70	3,26	



Anexos

2009	POR	Altri	1.124	273	-11	-0,97	-18,88	-33,25	3,99	0,250%
2009	POR	BCP	95.550	3.639	249	0,26	3,45	28,33	0,85	0,090%
2009	POR	BES	75.187	4.881	575	0,70	8,29	9,33	4,57	0,230%
2009	POR	BPI	47.449	2.246	274	0,58	11,89	10,81	2,12	0,290%
2009	POR	Brisa	5.277	677	161	3,05	11,23	25,64	7,18	0,080%
2009	POR	Cimpor	4.927	2.086	246	4,97	12,78	17,86	6,43	0,090%
2009	POR	EDP	40.262	12.198	1.168	2,90	11,71	11,11	3,11	0,150%
2009	POR	EDP Ren. ***	11.294	648	118	1,07	2,21	51,00	6,63	0,060%
2009	POR	Galp	7.242	12.138	347	4,79	14,54	28,76	12,08	0,040%
2009	POR	Inapa	700	946	2	0,31	1,42	45,71	0,64	0,740%
2009	POR	J.Martins	3.824	7.317	223	5,84	20,95	21,93	6,99	0,070%
2009	POR	Mota-Engil	4.614	2.131	80	1,73	21,25	10,64	3,94	0,600%
2009	POR	Portucel	2.561	1.091	105	4,10	8,27	14,14	1,98	0,410%
2009	POR	PT	14.831	6.785	787	5,30	32,98	10,92	8,52	0,100%
2009	POR	REN	4.294	587	134	3,12	13,46	12,00	3,00	0,200%
2009	POR	Semapa	3.373	1.416	106	3,13	9,03	11,11	7,76	0,640%
2009	POR	Sonae	7.552	5.665	74	0,94	4,33	17,33	0,87	0,260%
2009	POR	Sonae Ind.	1.602	1.445	-60	-3,72	-6,82	-6,14	2,58	0,410%
2009	POR	Sonae.com	1.920	956	6	0,32	0,65	96,50	1,93	0,380%
2009	POR	Zon	1.479	823	46	3,09	24,07	28,93	4,34	0,250%
2009	POR	TOTAL	335.062	67.948	4.630					
2009	POR	TOTAL MÉDIA	16.753	3.397	232	2,08	9,34	20,63	4,48	0,267%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de acções Milhares de euros

** Milhões de euros

Contém nas 20 empresas do PSI-20 a apresentação para os anos de 2007, 2008 e 2009, do Activo Total, as Vendas e os Resultados líquidos do exercício em milhões de euros. Foi calculado o ROA, o ROE, o PER para os anos em questão, bem como apresentado o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de euros).

Tabela 2 – Componentes da compensação dos CA das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL
2007	POR	Altri	2.000	850	1.150
2007	POR	BCP	4.710	4.710	0
2007	POR	BES	12.261	5.194	7.067
2007	POR	BPI	7.237	2.823	4.414
2007	POR	Brisa	3.578	2.288	1.290
2007	POR	Cimpor	5.044	1.856	3.188
2007	POR	EDP	7.398	1.286	6.112
2007	POR	EDP Ren.			
2007	POR	Galp			
2007	POR	Inapa			
2007	POR	J.Martins	2.704	2.195	509
2007	POR	Mota-Engil			
2007	POR	Portucel	7.101	3.275	3.826
2007	POR	PT	14.092	5.319	8.773
2007	POR	REN	1.460	1.453	7
2007	POR	Semapa			
2007	POR	Sonae	4.730	2.140	2.590
2007	POR	Sonae Ind.	2.054	1.401	653
2007	POR	Sonae.com	2.203	1.482	721
2007	POR	Zon	1.993	1.561	432
2007	POR	TOTAL	78.565	37.833	40.732
2007	POR	TOTAL MÉDIA	5.238	2.522	2.715

Nível de Informação



Anexos

2008	POR	Altri	1.033	493	540
2008	POR	BCP	3.413	3.413	0
2008	POR	BES	14.387	5.113	9.274
2008	POR	BPI	4.813	3.019	1.794
2008	POR	Brisa	4.304	2.534	1.770
2008	POR	Cimpor	4.525	1.828	2.697
2008	POR	EDP	7.671	1.257	6.414
2008	POR	EDP Ren.	762	762	0
2008	POR	Galp	5.592	4.068	1.524
2008	POR	Inapa	0		
2008	POR	J.Martins	2.999	2.237	762
2008	POR	Mota-Engil	3.207	2.507	700
2008	POR	Portucel	6.869	3.386	3.483
2008	POR	PT	8.123	4.786	3.337
2008	POR	REN	3.554	2.142	1.412
2008	POR	Semapa	6.190	2.748	3.442
2008	POR	Sonae	4.255	2.263	1.992
2008	POR	Sonae Ind.	1.664	1.459	205
2008	POR	Sonae.com	3.021	1.631	1.390
2008	POR	Zon	3.309	2.615	694
2008	POR	TOTAL	89.691	48.261	41.430
2008	POR	TOTAL MÉDIA	4.721	2.540	2.181

2009	POR	Altri	1.026	496	530
2009	POR	BCP	3.605	3.605	0
2009	POR	BES	12.192	5.589	6.603
2009	POR	BPI	8.483	3.176	5.307
2009	POR	Brisa	3.442	2.516	926
2009	POR	Cimpor	4.042	2.147	1.895
2009	POR	EDP	17.605	4.438	13.167
2009	POR	EDP Ren. ***	3.280	2.567	713
2009	POR	Galp	4.497	4.403	94
2009	POR	Inapa	715	619	96
2009	POR	J.Martins	3.257	2.282	975
2009	POR	Mota-Engil	4.812	3.555	1.257
2009	POR	Portucel	6.210	3.413	2.797
2009	POR	PT	7.572	5.324	2.248
2009	POR	REN	3.152	2.128	1.024
2009	POR	Semapa	5.916	2.621	3.295
2009	POR	Sonae	4.474	2.288	2.186
2009	POR	Sonae Ind.	1.487	1.042	445
2009	POR	Sonae.com	2.902	1.506	1.396
2009	POR	Zon	3.288	2.388	900
2009	POR	TOTAL	101.957	56.103	45.854
2009	POR	TOTAL MÉDIA	5.098	2.805	2.293

Milhares de euros

* Discrimina as diversas componentes da remuneração variável, comparável com os EUA.

** o BPI discrimina as SO que cada Administrador tem ainda em carteira, para exercer.

*** Inclui nas remunerações totais, as da Equipa de Gestão.

Exceptuando o CEO, a restante CE não recebe remunerações pela EDP Renováveis, mas esta paga à EDP pelos serviços prestados em 0.884M.

Alta (1)
Muito Alta
Muito Alta
Muito Alta **
Muito Alta
Muito Alta *
Muito Alta
Muito Alta
Alta (2)
Muito Alta
Alta (3)
Muito Alta
Muito Alta
Muito Alta
Muito Alta
Muito Alta
Muito Alta

Contém nas 20 empresas do PSI-20 a apresentação para os anos de 2007, 2008 e 2009 dos valores das componentes da compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. Na última coluna é apresentado o Nível de Informação que cada empresa divulga nesta matéria de acordo com a tabela 5. Os valores médios das remunerações em 2007, apenas correspondem às 15 empresas que divulgaram esta informação, não contando, portanto para este cálculo as restantes 5 empresas.



Anexos

Tabela 3 – Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total	Vendas	RLE	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2008	POR	Aitri	5,59%	-39,62%	-86,74%	-87,69%	-81,85%	235,04%	-60,60%	
2008	POR	BCP	7,10%	21,65%	-58,29%	-61,43%	-67,40%	20,21%	-72,26%	
2008	POR	BES	39,16%	48,13%	-34,59%	-38,54%	-23,88%	-26,50%	-55,40%	
2008	POR	BPI	6,06%	28,06%	-52,13%	-55,43%	-53,48%	-16,77%	-67,35%	
2008	POR	Brisa	4,39%	10,11%	-41,68%	-44,21%	-27,79%	-9,89%	-46,77%	
2008	POR	Cimpor	-4,53%	15,61%	-27,27%	-23,80%	-14,51%	-20,93%	-42,00%	
2008	POR	EDP	13,53%	26,18%	18,80%	4,63%	0,50%	-49,83%	-39,82%	
2008	POR	EDP Ren.								
2008	POR	Galp	15,18%	22,17%	-83,76%	-86,05%	-82,66%	142,62%	-60,96%	
2008	POR	Inapa	-10,86%	-0,47%	109,82%	110,74%	109,59%	1907,02%	-63,04%	
2008	POR	J.Martins	19,19%	28,86%	16,61%	-2,28%	8,25%	-51,37%	-26,48%	
2008	POR	Mota-Engil	9,57%	33,31%	-63,09%	-66,35%	-58,17%	45,44%	-54,10%	
2008	POR	Portucel	115,57%	-54,17%	-14,86%	-14,54%	-19,63%	-18,21%	-30,49%	
2008	POR	PT	4,51%	9,32%	-16,64%	-20,28%	45,04%	-26,74%	-32,03%	
2008	POR	REN	-3,70%	9,37%	-12,25%	-9,02%	-12,75%	-11,78%	-21,55%	
2008	POR	Semapa	0,71%	0,42%	-14,92%	-15,04%	-20,49%	-17,40%	-27,02%	
2008	POR	Sonae	3,99%	15,62%	-89,05%	-89,57%	-88,66%	-9,67%	-74,57%	
2008	POR	Sonae Ind.	-11,39%	-9,10%	-215,47%	-230,02%	-281,22%	-116,64%	-77,14%	
2008	POR	Sonae.com	12,17%	9,79%	-85,94%	-87,68%	-85,89%	203,03%	-69,70%	
2008	POR	Zon	32,30%	8,52%	-1,12%	-26,28%	98,74%	-61,15%	-61,15%	
2008	POR	TOTAL	17,93%	17,96%	-34,29%					
2008	POR	TOTAL MÉDIA								
2009	POR	Aitri	0,81%	7,91%	-324,76%	-336,59%	-449,63%	-163,33%	90,00%	0,250%
2009	POR	BCP	1,19%	-30,95%	-3,38%	-3,70%	-16,46%	4,93%	4,94%	0,090%
2009	POR	BES	-8,64%	27,18%	34,64%	18,64%	-9,69%	3,21%	-31,69%	0,230%
2009	POR	BPI	10,34%	-27,31%	53,83%	41,46%	30,95%	9,97%	21,14%	0,290%
2009	POR	Brisa	-5,67%	-1,31%	6,46%	12,96%	1,45%	24,59%	34,21%	0,080%
2009	POR	Cimpor	6,76%	-0,14%	5,30%	-1,78%	-11,50%	69,45%	84,77%	0,090%
2009	POR	EDP	12,64%	-12,21%	-3,61%	-14,45%	-17,19%	23,86%	15,61%	0,150%
2009	POR	EDP Ren. ***	19,91%	21,80%	4,96%	-10,08%	2,31%	63,20%	32,60%	0,060%
2009	POR	Galp	9,35%	-20,09%	196,89%	170,62%	175,90%	-43,93%	68,25%	0,040%
2009	POR	Inapa	-8,26%	-10,08%	115,00%	138,46%	111,94%	-5,89%	88,24%	0,740%
2009	POR	J.Martins	2,60%	6,14%	26,87%	23,73%	10,85%	5,48%	76,07%	0,070%
2009	POR	Mota-Engil	24,37%	14,02%	100,94%	61,68%	82,40%	-28,97%	67,66%	0,600%
2009	POR	Portucel	4,49%	-3,19%	-19,83%	-23,36%	-21,39%	55,04%	27,74%	0,410%
2009	POR	PT	8,14%	0,95%	13,03%	4,54%	-43,29%	15,19%	40,36%	0,100%
2009	POR	REN	12,32%	-3,29%	5,20%	-6,31%	6,91%	1,44%	5,63%	0,200%
2009	POR	Semapa	2,84%	-1,73%	-23,03%	-25,12%	-26,10%	63,62%	21,25%	0,640%
2009	POR	Sonae	3,37%	5,83%	88,39%	77,36%	73,20%	68,74%	97,73%	0,260%
2009	POR	Sonae Ind.	-16,61%	-23,42%	42,24%	30,73%	73,54%	-211,68%	69,74%	0,410%
2009	POR	Sonae.com	-2,69%	-3,14%	16,31%	23,08%	16,07%	-3,50%	93,00%	0,380%
2009	POR	Zon	11,79%	5,92%	-11,46%	-20,77%	-10,49%	24,75%	16,98%	0,250%
2009	POR	TOTAL	2,52%	-7,62%	15,91%					
2009	POR	TOTAL MÉDIA								0,267%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de acções Milhares de euros

Contém nas 20 empresas do PSI-20 a apresentação para os anos de 2007, 2008 e 2009, das Variações em relação ao Activo Total, as Vendas, os Resultados líquidos do exercício, o ROA, o ROE, o PER, bem como do valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).



Anexos

Tabela 4 – Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do PSI-20 nos anos de 2007, 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL
2008	POR	Altri	-48,35%	-42,00%	-53,04%
2008	POR	BCP	-27,54%	-27,54%	
2008	POR	BES	17,34%	-1,56%	31,23%
2008	POR	BPI	-33,49%	6,94%	-59,36%
2008	POR	Brisa	20,29%	10,75%	37,21%
2008	POR	Cimpor	-10,29%	-1,51%	-15,40%
2008	POR	EDP	3,69%	-2,26%	4,94%
2008	POR	EDP Ren.			
2008	POR	Galp			
2008	POR	Inapa			
2008	POR	J.Martins	10,91%	1,91%	49,71%
2008	POR	Mota-Engil			
2008	POR	Portucel	-3,27%	3,39%	-8,96%
2008	POR	PT	-42,36%	-10,02%	-61,96%
2008	POR	REN	143,42%	47,42%	20071,43%
2008	POR	Semapa			
2008	POR	Sonae	-10,04%	5,75%	-23,09%
2008	POR	Sonae Ind.	-18,99%	4,14%	-68,61%
2008	POR	Sonae.com	37,13%	10,05%	92,79%
2008	POR	Zon	66,03%	67,52%	60,65%
2008	POR	TOTAL	14,16%	27,56%	1,71%
2008	POR	TOTAL MÉDIA			
2009	POR	Altri	-0,68%	0,61%	-1,85%
2009	POR	BCP	5,63%	5,63%	
2009	POR	BES	-15,26%	9,31%	-28,80%
2009	POR	BPI	76,25%	5,20%	195,82%
2009	POR	Brisa	-20,03%	-0,71%	-47,68%
2009	POR	Cimpor	-10,67%	17,45%	-29,74%
2009	POR	EDP	129,50%	253,06%	105,29%
2009	POR	EDP Ren. ***	330,45%	236,88%	71300,00%
2009	POR	Galp	-19,58%	8,24%	-93,83%
2009	POR	Inapa			
2009	POR	J.Martins	8,60%	2,01%	27,95%
2009	POR	Mota-Engil	50,05%	41,80%	79,57%
2009	POR	Portucel	-9,59%	0,80%	-19,70%
2009	POR	PT	-6,78%	11,24%	-32,63%
2009	POR	REN	-11,31%	-0,65%	-27,48%
2009	POR	Semapa	-4,43%	-4,62%	-4,27%
2009	POR	Sonae	5,15%	1,10%	9,74%
2009	POR	Sonae Ind.	-10,64%	-28,58%	117,07%
2009	POR	Sonae.com	-3,94%	-7,66%	0,43%
2009	POR	Zon	-0,63%	-8,68%	29,68%
2009	POR	TOTAL	13,68%	16,25%	10,68%
2009	POR	TOTAL MÉDIA			

Contém nas 20 empresas do PSI-20, a apresentação para os anos de 2007, 2008 e 2009 das Variações das Componentes da Compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável.



Anexos

Tabela 5 - Nível de Informação sobre a Remuneração dos Administradores do CA

Nível de Informação				
Muito Alta	Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Valores Individuais do CA	Informação da Participação do CA
Alta (1)	Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Sem Valores Individuais do CA	Informação da Participação do CA
Alta (2)	Sem Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Valores Individuais do CA	Informação da Participação do CA
Alta (3)	Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Valores Individuais do CA	Sem Informação da Participação do CA
Média	Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Sem Valores Individuais do CA	Sem Informação da Participação do CA
Baixa	Sem Recomendações CMVM	Distinção da remuneração fixa e variável	Sem Valores Individuais do CA	Sem Informação da Participação do CA
Muito Baixa	Sem Recomendações CMVM	Sem Distinção da remuneração fixa e variável	Sem Valores Individuais do CA	Sem Informação da Participação do CA

Apresenta 5 níveis de informação (o nível “Alta” decompõe-se em 3 subníveis) dependendo das Recomendações da CMVM cumpridas, da Distinção da Remuneração Fixa e Variável, dos Valores Individuais do CA e da Informação da Participação do CA na empresa.

Tabela 6 – Índice de Cumprimento das recomendações da CMVM sobre o Governo da Sociedade, no que diz respeito à Remuneração

Empresa	II.1.5.1	II.1.5.2	II.1.5.3	II.1.5.4	II.1.5.5
Altri	Não Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Não Cumpre
BCP	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
BES	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
BPI	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
Brisa	Cumpre	-	Cumpre	Cumpre	Cumpre
Cimpor	Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre Parcial.
EDP	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
EDP Ren.	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
Galp	-	-	-	-	-
Inapa	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
J.Martins	Não Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
Mota-Engil	Não Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
Portucel	Não Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Não Cumpre
PT	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
REN	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
Semapa	Não Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Cumpre	Não Cumpre
Sonae	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
Sonae Ind.	Cumpre	Cumpre	Não Cumpre	Não Aplicável	Cumpre
Sonae.com	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre
Zon	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre	Cumpre

Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades

Apresenta para os 5 pontos das Recomendações da CMVM sobre o Governo da Sociedade, o grau de cumprimento ou não de cada uma das 20 empresas do PSI-20, sobre cada um dos pontos.



Anexos

Tabela 7 – Participação dos CA das 20 empresas dos PSI-20 (nº de acções e em percentagem)

Empresa	Participação na empresa do CA (2009)	% Participação no Capital da Empresa (2009)
Altri	24.069.622	23,467%
BCP	998.274	0,021%
BES	3.008.487	0,258%
BPI	7.129.937 (mais 4.488.833 opções) **	0,079% (1,291%) **
Brisa	2.674.947	0,446%
Cimpor	829.025	0,123%
EDP	102.613	0,003%
EDP Ren.	15.070	0,002%
Galp	136.560	0,016%
Inapa	51.648.369	34,432%
J.Martins	-	
Mota-Engil	15.939.570	7,789%
Portucel	8.000	0,001%
PT	100.908	0,011%
REN	126.321.963	23,656%
Semapa	20.000	0,017%
Sonae	1.061.671.161	53,084%
Sonae Ind.	72.281.422	51,629%
Sonae.com	676.620	0,185%
Zon	623.850	0,202%

*cimpor atribui SO não só ao CA, mas a restantes executivos, no qual no valor estão incluídos todos os colaboradores que têm participação.

** o BPI divulga as opções que cada Administrador tem ainda para exercer

Apresenta o número de acções possuídas na empresa, dos CA das 20 empresas do PSI-20 e sua Participação.

Tabela 8 – Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total **	Vendas **	RLE **	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2008	ESP	IBERIA	5.634	5.223	32	0,01	0,02	58,24	1,98	
2008	ESP	BSANTANDER	1.049.632	33.489	9.349	0,01	0,13	5,53	6,75	
2008	ESP	BBVA	542.650	11.686	5.385	0,01	0,20	6,41	8,66	
2008	ESP	REPSOL	13.860	58.475	2.681	0,19	0,13	5,91	15,10	
2008	ESP	IBERDROLA	85.837	25.196	2.969	0,03	0,12	11,20	6,54	
2008	ESP	FERROVIAL	43.826	13.146	-1.612	-0,04	-0,41	-3,64	5,32	
2008	ESP	TELEFONICA	99.896	57.946	7.592	0,08	0,39	9,72	15,85	
2008	ESP	GAMESA	4.775	3.820	322	0,07	0,21	17,19	12,74	
2008	ESP	OHL	7.653	4.009	151	0,02	0,21	5,72	9,96	
2008	ESP	MAPFRE	41.689	15.236	996	0,02	0,17	7,06	2,40	
2008	ESP	TOTAL	1.895.452	228.226	27.865					
2008	ESP	TOTAL MÉDIA	189.545	22.823	2.787	0,04	0,12	12,33	8,53	
2009	ESP	IBERIA	5.046	4.231	-273	-0,05	-0,18	-6,44	1,90	0,018%
2009	ESP	BSANTANDER	1.110.529	39.381	9.458	0,01	0,16	11,05	11,55	0,043%
2009	ESP	BBVA	535.065	13.882	4.595	0,01	0,15	11,37	12,73	0,064%
2009	ESP	REPSOL	14.773	45.827	1.744	0,12	0,08	12,01	18,73	0,105%
2009	ESP	IBERDROLA	87.367	24.559	2.939	0,03	0,10	12,00	6,67	0,019%
2009	ESP	FERROVIAL	44.110	12.095	-499	-0,01	-0,11	-51,41	8,23	0,087%
2009	ESP	TELEFONICA	108.141	56.731	7.776	0,07	0,32	11,42	19,52	0,047%
2009	ESP	GAMESA	4.912	3.187	115	0,02	0,07	24,71	11,79	0,212%
2009	ESP	OHL	9.533	4.390	166	0,02	0,14	9,64	18,89	0,148%
2009	ESP	MAPFRE	43.105	16.298	1.036	0,02	0,15	8,87	2,93	0,022%
2009	ESP	TOTAL	1.962.581	220.581	27.056					
2009	ESP	TOTAL MÉDIA	196.258	22.058	2.706	0,02	0,09	4,32	11,29	0,076%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de acções Milhares de euros

** Milhões de euros



Anexos

Contém da amostra das 10 empresas do IBEX, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, do Activo Total, as Vendas e os Resultados Líquidos do exercício em milhões de euros. Foi calculado o ROA, o ROE, o PER para os anos em questão, bem como apresentado o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).

Tabela 9 – Componentes da compensação dos CA das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL				
						Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
2008	ESP	IBERIA	1.638	780	858	773	0	85	0
2008	ESP	BSANTANDER	38.967	10.249	28.718	15.240	5.512	1.354	6.612
2008	ESP	BBVA	16.197	7.558	8.639	7.871	768	0	0
2008	ESP	REPSOL	12.516	8.093	4.423	1.687	2.736	0	0
2008	ESP	IBERDROLA	9.875	2.250	7.625	2.250	4.605	770	0
2008	ESP	FERROVIAL	5.737	2.342	3.395	2.779	0	616	0
2008	ESP	TELEFONICA	16.601	8.298	8.303	6.409	1.602	292	0
2008	ESP	GAMESA	2.629	1.238	1.391	423	763	205	0
2008	ESP	OHL	1.445	695	750	516	234	0	0
2008	ESP	MAPFRE	6.735	2.794	3.941	2.064	785	1.024	68
2008	ESP	TOTAL	112.340	44.297	68.043	40.012	17.005	4.346	6.680
2008	ESP	TOTAL MÉDIA	11.234	4.430	6.804	4.001	1.701	435	668
2009	ESP	IBERIA	1.677	783	894	783	0	111	0
2009	ESP	BSANTANDER	35.045	10.544	24.501	15.240	5.518	1.340	2.403
2009	ESP	BBVA	24.157	7.701	16.456	8.348	875	0	7.233
2009	ESP	REPSOL	12.841	8.183	4.658	1.857	2.801	0	0
2009	ESP	IBERDROLA	9.875	2.250	7.625	2.250	4.605	770	0
2009	ESP	FERROVIAL	6.360	2.540	3.820	2.708	0	1.112	0
2009	ESP	TELEFONICA	21.509	8.685	12.824	6.930	2.126	351	3.417
2009	ESP	GAMESA	5.153	1.839	3.314	2.777	328	209	0
2009	ESP	OHL	1.479	729	750	406	344	0	0
2009	ESP	MAPFRE	6.313	2.406	3.907	2.021	688	1.037	161
2009	ESP	TOTAL	124.409	45.660	78.749	43.320	17.285	4.930	13.214
2009	ESP	TOTAL MÉDIA	12.441	4.566	7.875	4.332	1.729	493	1.321

Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do IBEX, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 dos valores das componentes da compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. A Remuneração Variável é decomposta pelas várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).



Anexos

Tabela 10 – Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	Activo Total	Vendas	RLE	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
ESP	IBERIA	-10,44%	-18,99%	-953,13%	-1052,54%	-960,28%	-111,05%	-4,09%	0,018%
ESP	BSANTANDER	5,80%	17,59%	1,17%	-4,38%	24,55%	99,80%	71,11%	0,043%
ESP	BBVA	-1,40%	18,79%	-14,67%	-13,46%	-25,93%	77,18%	47,00%	0,064%
ESP	REPSOL	6,59%	-21,63%	-34,95%	-38,97%	-36,62%	103,23%	24,01%	0,105%
ESP	IBERDROLA	1,78%	-2,53%	-1,01%	-2,74%	-12,34%	7,12%	1,99%	0,019%
ESP	FERROVIAL	0,65%	-7,99%	69,04%	69,24%	73,09%	-1310,77%	54,61%	0,087%
ESP	TELEFONICA	8,25%	-2,10%	2,42%	-5,39%	-17,46%	17,39%	23,15%	0,047%
ESP	GAMESA	2,87%	-16,57%	-64,46%	-65,46%	-66,01%	43,77%	-7,50%	0,212%
ESP	OHL	24,57%	9,50%	9,92%	-11,73%	-35,31%	68,37%	89,66%	0,148%
ESP	MAPFRE	3,40%	6,97%	4,03%	0,70%	-15,87%	25,65%	21,96%	0,022%
ESP	TOTAL	3,54%	-3,35%	-2,90%					
ESP	TOTAL MÉDIA								0,076%

* Cotação 31/12/2009 X nº de acções Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do IBEX, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, das Variações em relação ao Activo Total, as Vendas, os Resultados líquidos do exercício, o ROA, o ROE, o PER, bem como do valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).

Tabela 11 – Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do IBEX nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL	Desempenho	Incentivos lp	Incentivos fixos	Stock Based
ESP	IBERIA	2,38%	0,38%	4,20%	1,29%	0,00%	30,59%	0,00%
ESP	BSANTANDER	-10,06%	2,88%	-14,68%	0,00%	0,11%	-1,03%	-63,66%
ESP	BBVA	49,14%	1,89%	90,49%	6,06%	13,93%	0,00%	723300,00%
ESP	REPSOL	2,60%	1,11%	5,31%	10,08%	2,38%	0,00%	0,00%
ESP	IBERDROLA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ESP	FERROVIAL	10,86%	8,45%	12,52%	-2,55%	0,00%	80,52%	0,00%
ESP	TELEFONICA	29,56%	4,66%	54,45%	8,13%	32,71%	20,21%	341700,00%
ESP	GAMESA	96,01%	48,55%	138,25%	556,50%	-57,01%	1,95%	0,00%
ESP	OHL	2,35%	4,89%	0,00%	-21,32%	47,01%	0,00%	0,00%
ESP	MAPFRE	-6,27%	-13,89%	-0,86%	-2,08%	-12,36%	1,27%	136,76%
ESP	TOTAL	10,74%	3,08%	15,73%	8,27%	1,65%	13,44%	97,81%
ESP	TOTAL MÉDIA							

Contém na amostra das 10 empresas do IBEX, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 das Variações das Componentes da Compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. Na Remuneração Variável, apresenta também as Variações das várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).



Anexos

Tabela 12 – Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total **	Vendas **	RLE **	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2008	GER	Adidas	9.533	10.799	644	6,76	18,94	8,35	27,14	
2008	GER	Allianz	955.576	92.568	-2.187	-0,23	-5,87	-13,81	75,00	
2008	GER	Basf	50.860	62.304	3.305	6,50	17,65	8,86	27,73	
2008	GER	Bayer	51.042	31.168	1.724	3,28	10,55	18,72	41,55	
2008	GER	Continental	24.688	24.238	-1.077	-4,36	-19,48	-4,22	28,88	
2008	GER	Daimler	132.225	98.469	1.414	1,07	4,32	18,94	26,70	
2008	GER	Deutsche Bank	2.202.423	54.549	-3.896	-0,18	-12,21	-3,66	27,83	
2008	GER	Deutsche Post	262.964	57.210	-1.979	-0,75	-20,09	-8,51	11,91	
2008	GER	Deutsche Tel.	123.140	61.666	2.024	1,64	4,69	31,62	10,75	
2008	GER	Lufthansa	7.433	24.842	552	2,46	8,37	9,48	11,19	
2008	GER	TOTAL	3.819.884	517.813	524					
2008	GER	TOTAL MÉDIA	381.988	51.781	52,4	1,62	0,69	6,58	28,87	
2009	GER	Adidas	8.875	10.381	245	2,76	6,49	30,22	37,77	0,130%
2009	GER	Allianz	584.045	97.395	4.345	0,74	10,28	9,14	87,15	0,080%
2009	GER	Basf	51.268	50.693	1.655	3,29	8,89	28,22	43,46	0,040%
2009	GER	Bayer	52.511	32.918	1.359	2,66	7,17	32,92	55,96	0,030%
2009	GER	Continental	23.049	20.096	-1.606	-6,98	-39,55	-3,86	37,67	0,100%
2009	GER	Daimler	128.821	78.924	-2.644	-2,05	-8,31	-14,56	37,23	0,030%
2009	GER	Deutsche Bank	1.500.664	26.953	4.958	0,33	13,06	6,24	49,42	0,130%
2009	GER	Deutsche Post	34.738	48.342	693	1,99	8,38	25,45	13,49	0,080%
2009	GER	Deutsche Tel.	127.774	64.602	873	0,68	2,08	128,63	10,29	0,030%
2009	GER	Lufthansa	8.696	22.283	-100	-0,38	-1,61	-48,96	11,75	0,130%
2009	GER	TOTAL	2.520.441	452.587	9.778					
2009	GER	TOTAL MÉDIA	252.044	45.259	977,8	0,47	0,76	20,00	41,31	0,078%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de acções Milhares de euros

** Milhões de euros

Contém da amostra das 10 empresas do DAX XETRA, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, do Activo Total, as Vendas e os Resultados líquidos do exercício em milhões de euros. Foi calculado o ROA, o ROE, o PER para os anos em questão, bem como apresentado o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).



Anexos

Tabela 13 – Componentes da compensação dos CA das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL	Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
2008	GER	Adidas	8.416	2.858	5.558	4.202	1.200	156	0
2008	GER	Allianz	26.275	8.300	17.975	7.185	2.373	673	7.744
2008	GER	Basf	22.353	5.219	17.134	10.528	0	2.877	3.729
2008	GER	Bayer	14.611	3.147	11.464	8.813	0	168	2.483
2008	GER	Continental	11.333	3.322	8.011	1.224	3.686	0	3.101
2008	GER	Daimler	14.864	4.415	10.449	1.535	0	0	8.914
2008	GER	Deutsche Bank	4.452	3.950	502	0	0	502	0
2008	GER	Deutsche Post	6.543	5.067	1.476	0	0	1.476	0
2008	GER	Deutsche Tel.	14.910	5.432	9.478	8.091	0	856	531
2008	GER	Lufthansa	5.917	1.764	4.153	3.250	0	504	399
2008	GER	TOTAL	129.674	43.474	86.200	44.828	7.259	7.212	26.901
2008	GER	TOTAL MÉDIA	12.967	4.347	8.620	4.483	726	721	2.690
2009	GER	Adidas	10.494	2.881	7.613	3.812	3.700	101	0
2009	GER	Allianz	30.865	7.620	23.245	12.358	1.653	570	8.664
2009	GER	Basf	17.596	5.138	12.458	6.866	0	2.763	2.829
2009	GER	Bayer	14.435	3.223	11.212	8.830	0	165	2.217
2009	GER	Continental	6.625	2.666	3.959	777	934	0	2.248
2009	GER	Daimler	11.031	4.027	7.004	1.809	0	0	5.195
2009	GER	Deutsche Bank	38.979	5.950	33.029	9.587	3.955	850	18.637
2009	GER	Deutsche Post	12.378	6.420	5.958	0	0	843	5.115
2009	GER	Deutsche Tel.	13.712	5.902	7.810	6.654	0	788	368
2009	GER	Lufthansa	6.995	2.305	4.690	367	0	480	3.843
2009	GER	TOTAL	163.110	46.132	116.978	51.060	10.242	6.560	49.116
2009	GER	TOTAL MÉDIA	16.311	4.613	11.698	5.106	1.024	656	4.912

Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do DAX XETRA, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 dos valores das componentes da compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. A Remuneração Variável é decomposta pelas várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em ações (SO, SAR, ações propriamente ditas).

Tabela 14 – Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	Activo Total	Vendas	RLE	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
GER	Adidas	-6,90%	-3,87%	-61,96%	-59,17%	-65,73%	261,92%	39,17%	0,130%
GER	Allianz	-38,88%	5,21%	298,67%	421,74%	275,13%	166,18%	16,20%	0,080%
GER	Basf	0,80%	-18,64%	-49,92%	-49,38%	-49,63%	218,51%	56,73%	0,040%
GER	Bayer	2,88%	5,61%	-21,17%	-18,90%	-32,04%	75,85%	34,68%	0,030%
GER	Continental	-6,64%	-17,09%	-49,12%	-60,09%	-103,03%	8,53%	30,44%	0,100%
GER	Daimler	-2,57%	-19,85%	-286,99%	-291,59%	-292,36%	-176,87%	39,44%	0,030%
GER	Deutsche Bank	-31,86%	-50,59%	227,26%	283,33%	206,96%	270,49%	77,58%	0,130%
GER	Deutsche Post	-86,79%	-15,50%	135,02%	365,33%	141,71%	399,06%	13,27%	0,080%
GER	Deutsche Tel.	3,76%	4,76%	-56,87%	-58,54%	-55,65%	306,80%	-4,28%	0,030%
GER	Lufthansa	16,99%	-10,30%	-118,12%	-115,45%	-119,24%	-616,46%	5,00%	0,130%
GER	TOTAL	-34,02%	-12,60%	1766,03%					
GER	TOTAL MÉDIA								0,078%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de ações Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do DAX XETRA, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, das Variações em relação ao Activo Total, as Vendas, os Resultados líquidos do exercício, o ROA, o ROE, o PER, bem como do valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de euros).



Anexos

Tabela 15 – Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do DAX XETRA nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL	Desempenho	Incentivos lp	Incentivos fixos	Stock Based
GER	Adidas	24,69%	0,80%	36,97%	-9,28%	208,33%	-35,26%	0,00%
GER	Allianz	17,47%	-8,19%	29,32%	72,00%	-30,34%	-15,30%	11,88%
GER	Basf	-21,28%	-1,55%	-27,29%	-34,78%	0,00%	-3,96%	-24,14%
GER	Bayer	-1,20%	2,41%	-2,20%	0,19%	0,00%	-1,79%	-10,71%
GER	Continental	-41,54%	-19,75%	-50,58%	-36,52%	-74,66%	0,00%	-27,51%
GER	Daimler	-25,79%	-8,79%	-32,97%	17,85%	0,00%	0,00%	-41,72%
GER	Deutsche Bank	775,54%	50,63%	6479,48%	958700,00%	395500,00%	69,32%	1863700,00%
GER	Deutsche Post	89,18%	26,70%	303,66%	0,00%	0,00%	-42,89%	511500,00%
GER	Deutsche Tel.	-8,03%	8,65%	-17,60%	-17,76%	0,00%	-7,94%	-30,70%
GER	Lufthansa	18,22%	30,67%	12,93%	-88,71%	0,00%	-4,76%	863,16%
GER	TOTAL	25,78%	6,11%	35,71%	13,90%	41,09%	-9,04%	82,58%
GER	TOTAL MÉDIA							

Contém na amostra das 10 empresas do DAX XETRA, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 das Variações das Componentes da Compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. Na Remuneração Variável, apresenta também as Variações das várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).

Tabela 16 – Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total **	Vendas **	RLE **	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2008	USA	3M	17.974	17.609	2.450	13,65	34,16	11,63	40,06	
2008	USA	AT&T	184.840	86.430	9.138	4,95	13,57	13,13	19,84	
2008	USA	American Express	87.856	19.767	1.878	2,14	22,79	7,51	12,91	
2008	USA	Bank of America	1.266.859	51.551	2.790	0,22	2,26	26,07	9,80	
2008	USA	Coca-Cola	28.236	22.261	4.089	14,50	28,16	4,79	8,37	
2008	USA	Dupont	25.233	51.275	1.399	5,55	26,62	0,94	1,44	
2008	USA	Exxon-Mobil	158.921	320.264	32.625	20,55	39,88	9,18	55,57	
2008	USA	General Electric	555.937	127.188	12.566	2,26	15,89	9,10	11,28	
2008	USA	Hewlett-Packard	78.976	82.483	5.798	7,35	21,39	10,83	25,26	
2008	USA	JP Morgan Chase	1.515.715	46.866	3.902	0,28	3,36	23,36	21,95	
2008	USA	TOTAL	3.920.547	825.694	76.635					
2008	USA	TOTAL MÉDIA	392.055	82.569	7.663,5	7,15	20,81	11,65	20,65	
2009	USA	3M	18.990	16.113	2.258	11,82	24,39	18,13	57,55	0,040%
2009	USA	AT&T	187.283	85.727	8.940	4,78	12,55	13,22	19,51	0,040%
2009	USA	American Express	86.472	17.089	1.482	1,72	14,76	26,31	28,21	0,090%
2009	USA	Bank of America	1.549.337	84.281	4.369	0,28	2,71	15,21	10,48	0,030%
2009	USA	Coca-Cola	33.917	21.596	4.807	14,19	27,25	7,19	14,76	0,070%
2009	USA	Dupont	26.610	18.194	1.231	4,63	23,12	9,32	12,52	0,120%
2009	USA	Exxon-Mobil	162.594	210.105	13.684	8,43	17,04	17,09	47,47	0,020%
2009	USA	General Electric	544.821	109.256	7.825	1,44	8,98	14,69	10,53	0,030%
2009	USA	Hewlett-Packard	79.999	79.827	5.332	6,67	18,91	16,05	35,86	0,060%
2009	USA	JP Morgan Chase	1.416.020	69.989	8.164	0,58	7,09	18,44	29,01	0,020%
2009	USA	TOTAL	4.106.043	712.177	58.092					
2009	USA	TOTAL MÉDIA	410.604	71.218	5.809,2	5,45	15,68	15,57	26,59	0,052%

* Cotação 31/12/2009 X nº de acções Milhares de euros

** Milhões de euros



Anexos

Contém da amostra das 10 empresas do DOW JONES, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, do Activo Total, as Vendas e os Resultados líquidos do exercício em milhões de euros. Foi calculado o ROA, o ROE, o PER para os anos em questão, bem como apresentado o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).

Tabela 17 – Componentes da compensação dos CA das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL				
						Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
2008	USA	3M	17.204	2.521	14.683	0	3.171	318	11.194
2008	USA	AT&T	20.972	2.671	18.301	0	758	717	16.826
2008	USA	American Express	41.027	2.889	38.138	7.135	6.500	4.801	19.702
2008	USA	Bank of America	12.223	2.158	10.065	0	0	402	9.663
2008	USA	Coca-Cola	30.866	2.687	28.179	6.370	0	1.759	20.050
2008	USA	Dupont	19.236	2.905	16.331	0	2.951	279	13.101
2008	USA	Exxon-Mobil	37.114	3.152	33.962	6.859	0	665	26.438
2008	USA	General Electric	32.641	5.639	27.002	5.674	7.730	882	12.716
2008	USA	Hewlett-Packard	77.850	3.157	74.693	5.477	43.554	722	24.940
2008	USA	JP Morgan Chase	19.359	2.088	17.271	2.959	2.959	0	11.353
2008	USA	TOTAL	308.492	29.867	278.625	34.474	67.623	10.545	165.983
2008	USA	TOTAL MÉDIA	30.849	2.987	27.863	3.447	6.762	1.055	16.598
2009	USA	3M	18.315	2.909	15.406	0	4.360	736	10.310
2009	USA	AT&T	40.904	3.258	37.646	0	8.145	955	28.546
2009	USA	American Express	31.994	2.865	29.129	8.775	7.586	2.165	10.603
2009	USA	Bank of America	36.166	1.905	34.261	0	0	106	34.155
2009	USA	Coca-Cola	23.630	2.817	20.813	0	7.856	1.199	11.758
2009	USA	Dupont	15.162	2.793	12.369	696	2.954	577	8.142
2009	USA	Exxon-Mobil	38.848	3.992	34.856	4.844	0	494	29.518
2009	USA	General Electric	35.127	6.613	28.514	7.595	0	808	20.111
2009	USA	Hewlett-Packard	50.106	2.845	47.261	1.640	22.461	906	22.254
2009	USA	JP Morgan Chase	48.982	2.297	46.685	15.890	22.860	0	7.935
2009	USA	TOTAL	339.234	32.294	306.940	39.440	76.222	7.946	183.332
2009	USA	TOTAL MÉDIA	33.923	3.229	30.694	3.944	7.622	795	18.333

Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do DOW JONES, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 dos valores das componentes da compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. A Remuneração Variável é decomposta pelas várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).



Anexos

Tabela 18 – Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	Activo Total	Vendas	RLE	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
USA	3M	5,65%	-8,50%	-7,84%	-13,41%	-28,60%	55,89%	43,66%	0,040%
USA	AT&T	1,32%	-0,81%	-2,17%	-3,43%	-7,52%	0,69%	-1,66%	0,040%
USA	American Express	-1,58%	-13,55%	-21,09%	-19,63%	-35,23%	250,33%	118,51%	0,090%
USA	Bank of America	22,30%	63,49%	56,59%	27,27%	19,91%	-41,66%	6,94%	0,030%
USA	Coca-Cola	20,12%	-2,99%	17,56%	-2,14%	-3,23%	50,10%	76,34%	0,070%
USA	Dupont	5,46%	-64,52%	-12,01%	-16,58%	-13,15%	891,49%	769,44%	0,120%
USA	Exxon-Mobil	2,31%	-34,40%	-58,06%	-58,98%	-57,27%	86,17%	-14,58%	0,020%
USA	General Electric	-2,00%	-14,10%	-37,73%	-36,28%	-43,49%	61,43%	-6,65%	0,030%
USA	Hewlett-Packard	1,30%	-3,22%	-8,04%	-9,25%	-11,59%	48,20%	41,96%	0,060%
USA	JP Morgan Chase	-6,58%	49,34%	109,23%	107,14%	111,01%	-21,06%	32,16%	0,020%
USA	TOTAL	4,73%	-13,75%	-24,20%					
USA	TOTAL MÉDIA								0,052%

* Cotação 31DEZ 2009 X nº de acções Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do DOW JONES, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, das Variações em relação ao Activo Total, as Vendas, os Resultados líquidos do exercício, o ROA, o ROE, o PER, bem como do valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos).

Tabela 19 – Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do DOW JONES nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL	Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
USA	3M	6,46%	15,39%	4,92%	0,00%	37,50%	131,45%	-7,90%
USA	AT&T	95,04%	21,98%	105,70%	-100,00%	974,54%	33,19%	69,65%
USA	American Express	-22,02%	-0,83%	-23,62%	22,99%	16,71%	-54,91%	-46,18%
USA	Bank of America	195,88%	-11,72%	240,40%	0,00%	0,00%	-73,63%	253,46%
USA	Coca-Cola	-23,44%	4,84%	-26,14%	-100,00%	785600,00%	-31,84%	-41,36%
USA	Dupont	-21,18%	-3,86%	-24,26%	69600,00%	0,10%	106,81%	-37,85%
USA	Exxon-Mobil	4,67%	26,65%	2,63%	-29,38%	0,00%	-25,71%	11,65%
USA	General Electric	7,62%	17,27%	5,60%	33,86%	-100,00%	-8,39%	58,16%
USA	Hewlett-Packard	-35,64%	-9,88%	-36,73%	-70,06%	-48,43%	25,48%	-10,77%
USA	JP Morgan Chase	153,02%	10,01%	170,31%	437,01%	672,56%	0,00%	-30,11%
USA	TOTAL	9,97%	8,13%	10,16%	14,40%	12,72%	-24,65%	10,45%
USA	TOTAL MÉDIA							

Contém na amostra das 10 empresas do DOW JONES, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 das Variações das Componentes da Compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. Na Remuneração Variável, apresenta também as Variações das várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).



Anexos

Tabela 20 – Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	Activo Total **	Vendas **	RLE **	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
2008	TOK	Canon	29.957	30.894	1.020	8,07	11,24	10,80	20,34	
2008	TOK	Casio	3.410	4.701	269	-6,63	-15,20	-6,62	4,17	
2008	TOK	Fujifilm	21.858	18.369	-275	0,52	0,80	91,33	14,54	
2008	TOK	Hitachi	67.549	67.675	-637	-8,46	-36,48	-1,48	2,63	
2008	TOK	Honda	89.184	67.734	2.133	1,28	3,65	24,94	14,21	
2008	TOK	Mizuho Financial	1.170.235	17.991	1.807	-0,37	-13,45	-7,58	2,08	
2008	TOK	NEC	23.206	31.810	86	-10,61	-41,53	-1,85	2,05	
2008	TOK	Nissan	77.266	63.664	320	-2,28	-7,99	-6,18	2,41	
2008	TOK	Sony	90.652	58.329	-308	-0,82	-3,08	-19,28	14,34	
2008	TOK	Konami	2.276	2.338	82	4,47	7,04	24,08	16,86	
2008	TOK	TOTAL	1.575.593	363.505	3.960					
2008	TOK	TOTAL MÉDIA	157.559	36.351	396	-1,48	-9,50	10,82	9,36	
2009	TOK	Canon	29.033	24.216	2.417	3,52	4,70	36,22	29,50	0,020%
2009	TOK	Casio	3.355	3.909	-222	-8,30	-21,43	-9,75	5,56	
2009	TOK	Fujifilm	21.335	16.463	113	-1,29	-1,94	-35,46	21,05	0,040%
2009	TOK	Hitachi	70.959	75.461	-6.000	-0,94	-3,72	-9,72	2,14	0,220%
2009	TOK	Honda	95.195	75.543	1.139	2,43	6,34	21,03	23,47	0,020%
2009	TOK	Mizuho Financial	1.194.898	12.317	-4.250	0,15	4,10	10,72	1,25	0,030%
2009	TOK	NEC	22.167	27.038	-2.462	0,39	1,23	47,37	1,80	0,080%
2009	TOK	Nissan	77.080	56.724	-1.764	0,41	1,41	86,35	6,11	
2009	TOK	Sony	97.086	54.436	-747	-0,32	-1,24	-65,68	20,15	0,050%
2009	TOK	Konami	2.250	1.978	100	3,60	5,92	21,86	12,50	0,210%
2009	TOK	TOTAL	1.613.358	348.085	-11.675					
2009	TOK	TOTAL MÉDIA	161.336	34.809	-1.168	-0,04	-0,46	10,29	12,35	0,084%

* Cotação 31/12/2009 X n° de acções Milhares de euros

** Milhões de euros

Contém da amostra das 10 empresas do NIKKEI, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, do Activo Total, as Vendas e os Resultados líquidos do exercício em milhões de euros. Foi calculado o ROA, o ROE, o PER para os anos em questão, bem como apresentado o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de euros).



Anexos

Tabela 21 – Componentes da compensação dos CA das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009

Ano	País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL				
						Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
2008	TOK	Canon	14.005	10.916	3.089	838	0	0	2.251
2008	TOK	Casio							
2008	TOK	Fujifilm	3.501	1.245	2.256	460	0	0	1.796
2008	TOK	Hitachi	11.632	11.632	0	0	0	0	0
2008	TOK	Honda	11.832	7.984	3.848	3.848	0	0	0
2008	TOK	Mizuho Financial	5.079	3.411	1.668	0	0	174	1.494
2008	TOK	NEC	3.796	3.796	0	0	0	0	0
2008	TOK	Nissan							
2008	TOK	Sony	21.642	14.551	7.091	5.673	0	0	1.418
2008	TOK	Konami	4.429	4.429	0	0	0	0	0
2008	TOK	TOTAL	75.916	57.964	17.952	10.819	0	174	6.959
2008	TOK	TOTAL MÉDIA	9.490	7.246	2.244	1.352	0	22	870
2009	TOK	Canon	16.011	12.480	3.531	958	0	0	2.573
2009	TOK	Casio							
2009	TOK	Fujifilm	4.143	3.705	438	438	0	0	0
2009	TOK	Hitachi	20.970	14.679	6.291	6.291	0	0	0
2009	TOK	Honda	9.786	7.817	1.969	1.969	0	0	0
2009	TOK	Mizuho Financial	5.207	3.713	1.494	0	0	158	1.336
2009	TOK	NEC	2.600	2.600	0	0	0	0	0
2009	TOK	Nissan							
2009	TOK	Sony	9.327	6.271	3.056	2.445	0	0	611
2009	TOK	Konami	3.826	3.826	0	0	0	0	0
2009	TOK	TOTAL	71.870	55.091	16.779	12.101	0	158	4.520
2009	TOK	TOTAL MÉDIA	8.984	6.886	2.097	1.513	0	20	565

Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do NIKKEI, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 dos valores das componentes da compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. A Remuneração Variável é decomposta pelas várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).

Tabela 22 – Variações dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	Activo Total	Vendas	RLE	ROA	ROE	PER	Valor Acção 31/12	Remuneração Valor Empresa *
TOK	Canon	-3,08%	-21,62%	136,96%	-56,38%	-58,19%	235,37%	45,03%	0,020%
TOK	Casio	-1,61%	-16,85%	17,42%	-25,19%	-40,99%	-47,28%	33,33%	
TOK	Fujifilm	-2,39%	-10,38%	141,24%	-348,08%	-342,50%	-138,83%	44,77%	0,040%
TOK	Hitachi	5,05%	11,50%	-842,19%	88,89%	89,80%	-556,76%	-18,63%	0,220%
TOK	Honda	6,74%	11,53%	-46,60%	89,84%	73,70%	-15,68%	65,17%	0,020%
TOK	Mizuho Financial	2,11%	-31,54%	-335,20%	140,54%	130,48%	241,42%	-39,90%	0,030%
TOK	NEC	-4,48%	-15,00%	-2955,02%	103,68%	102,96%	2660,54%	-12,20%	0,080%
TOK	Nissan	-0,24%	-10,90%	-651,33%	117,98%	117,65%	1497,25%	153,53%	
TOK	Sony	7,10%	-6,67%	-142,48%	60,98%	59,74%	-240,66%	40,52%	0,050%
TOK	Konami	-1,14%	-15,40%	22,44%	-19,46%	-15,91%	-9,22%	-25,86%	0,210%
TOK	TOTAL	2,40%	-4,24%	-394,85%					
TOK	TOTAL MÉDIA	2,40%	-4,24%	-394,85%					0,084%

* Cotação 31/12/2009 X nº de acções Milhares de euros

Contém da amostra das 10 empresas do NIKKEI, a apresentação para os anos de 2008 e 2009, das Variações em relação ao Activo Total, as Vendas, os Resultados Líquidos do exercício, o ROA, o ROE, o PER, bem como do valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes. Na última coluna foi calculado um rácio em que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de euros).



Anexos

Tabela 23 – Variações das componentes da compensação dos CA das empresas do NIKKEI nos anos de 2008 e 2009

País	Empresa	REM TOTAL	REM FIXA	REM VARIÁVEL	Desempenho	Incentivos Ip	Incentivos fixos	Stock Based
TOK	Canon	14,32%	14,33%	14,31%	14,32%	0,00%	0,00%	14,30%
TOK	Casio							
TOK	Fujifilm	18,34%	197,59%	-80,59%	-4,78%	0,00%	0,00%	-100,00%
TOK	Hitachi	80,28%	26,19%	62909900,00%	62909900,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOK	Honda	-17,29%	-2,09%	-48,83%	-48,83%	0,00%	0,00%	0,00%
TOK	Mizuho Financial	2,52%	8,85%	-10,43%	0,00%	0,00%	-9,20%	-10,58%
TOK	NEC	-31,51%	-31,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOK	Nissan							
TOK	Sony	-56,90%	-56,90%	-56,90%	-56,90%	0,00%	0,00%	-56,91%
TOK	Konami	-13,61%	-13,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOK	TOTAL	-5,33%	-4,96%	-6,53%	11,85%	0,00%	-9,20%	-35,05%
TOK	TOTAL MÉDIA							

Contém na amostra das 10 empresas do NIKKEI, a apresentação para os anos de 2008 e 2009 das Variações das Componentes da Compensação dos CA, a Remuneração Total, a Remuneração Fixa e a Remuneração Variável. Na Remuneração Variável, apresenta também as Variações das várias componentes, derivado do Desempenho, dos Incentivos de longo prazo, dos Incentivos fixos e baseado em acções (SO, SAR, acções propriamente ditas).

Tabela 24 – Comparação dos Indicadores de medição de desempenho da contabilidade e indicadores financeiros das empresas dos cinco mercados, PSI-20, DOW JONES, DAX XETRA, NIKKEI e IBEX nos anos de 2008 e 2009

País	Activo Total **		Var. %	Comparação POR vs ...	Vendas **		Var. %	RLE **		Var. %
	2009	2008			2009	2008		2009	2008	
Portugal	16.753	16.341	2,52%	100,00%	3.397	3.678	-7,62%	232	200	15,75%
EUA	410.604	392.055	4,73%	4,08%	71.218	82.569	-13,75%	5.809	7.664	-24,20%
Alemanha	252.044	381.988	-34,02%	6,65%	45.259	51.781	-12,60%	978	52	1766,03%
Japão	161.336	157.559	2,40%	10,38%	34.809	36.351	-4,24%	-1.168	396	-394,95%
Espanha	196.258	189.545	3,54%	8,54%	22.058	22.823	-3,35%	2.706	2.787	-2,91%

País	ROA		Var. %
	2009	2008	
Portugal	2,08	1,95	6,55%
EUA	5,45	7,15	-23,67%
Alemanha	0,47	1,62	-71,22%
Japão	-0,04	-1,48	97,64%
Espanha	0,02	0,04	-40,42%

País	ROE		Var. %	Valor Acção 31/12		Var. %
	2009	2008		2009	2008	
Portugal	9,34	10,19	-8,32%	4,48	3,26	37,20%
EUA	15,68	20,81	-24,64%	26,59	20,65	28,78%
Alemanha	0,76	0,69	10,15%	41,31	28,87	43,09%
Japão	-0,46	-9,50	95,13%	12,35	9,36	31,93%
Espanha	0,09	0,12	-24,97%	11,29	8,53	32,38%

** Milhões de euros

Compara para os anos de 2008 e 2009, os valores médios dos 5 índices analisados referente ao Activo Total, as Vendas, os Resultados líquidos do exercício em milhões de euros, o ROA, o ROE, e o valor da acção a 31 de Dezembro dos anos referentes, bem como as Variações desses indicadores de medição de desempenho. Foi incluído uma coluna subjacente às restantes para comparar em termos relativos os valores médios dos Activos Totais do PSI-20 em relação aos valores médios dos restantes 4 índices em 2009.



Anexos

Tabela 25 – Comparação dos Componentes da Compensação dos CA das empresas dos cinco mercados, PSI-20, DOW JONES, DAX XETRA, NIKKEI e IBEX nos anos de 2008 e 2009

País	Remuneração Fixa		Var. %	Peso na REM T médio	Remuneração Variável		Var. %	Peso na REM T médio	Remuneração Total		Var. %	Comparação POR vs ...	Remuneração Valor Empresa *	Comparação POR vs ...
	2009	2008			2009	2008			2009	2008				
Portugal	2.805	2.540	10,44%	54,44%	2.293	2.181	5,14%	45,56%	5.098	4.721	7,99%	100,00%	0,267%	1.000
EUA	3.229	2.987	8,13%	9,60%	30.694	27.863	10,16%	90,40%	33.923	30.849	9,97%	15,03%	0,052%	5.135
Alemanha	4.613	4.347	6,11%	30,60%	11.698	8.620	35,71%	69,40%	16.311	12.967	25,78%	31,25%	0,078%	3.423
Japão	6.886	7.246	-4,96%	76,50%	2.097	2.244	-6,53%	23,50%	8.984	9.490	-5,33%	56,75%	0,084%	3.179
Espanha	4.566	4.430	3,08%	38,00%	7.875	6.804	15,73%	62,00%	12.441	11.234	10,74%	40,98%	0,076%	3.492

*Cotação 31/12/2009 X nº de acções Milhares de euros
Milhares de euros

Compara para os anos de 2008 e 2009, os valores médios dos 5 índices analisados referente às Remunerações Fixas, às Remunerações Variáveis e às Remunerações Totais e as suas Variações nesse período. Foi incluído duas colunas que compara o peso das Remunerações Fixas e das Remunerações Variáveis nas Remunerações Totais para os 5 índices. Inclui uma coluna que apresenta os valores médios de cada índice em relação ao rácio que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa (Cotação a 31 de Dezembro de 2009 a multiplicar pelo número de acções da empresa em milhares de anos). Foi incluído uma coluna subjacente às restantes para comparar em termos relativos os valores médios das Remunerações Totais do PSI-20 e do rácio que calcula o valor da remuneração em relação ao valor da empresa, em relação restantes 4 índices em 2009.

Tabela 26 – Valores da remuneração dos Chefes de Estado de Portugal, Estados Unidos, Alemanha, Japão e Espanha

Ano	País	Chefe de Estado	Remuneração Anual	Remuneração Total média dos CA do País	Remuneração Total média de UM Administrador de um CA do País (considerando que em média são compostos por 13,65* Administradores)	Comparação Administrador vs Chefe de Estado
2009	USA	Barack Obama	301.000	33.923	2.485	8
2009	GER	Angela Merkel	228.000	16.311	1.195	5
2009	JAP	Taro Aso	183.000	8.984	658	4
2009	POR	Cavaco Silva	103.000	5.098	373	4
2009	ESP	Jose Luis Zapatero	92.000	12.441	911	10
2009	POR	José Socrates	76.000	5.098	373	5

* Média dos CA do PSI-20

Altri: 5; BCP: 13; BES: 27; BPI: 25; Brisa: 13; Cimpor: 13; EDP: 7; EDP Ren.: 16; Galp: 17; Inapa: 7; J.Martins: 10; Mota-Engil: 14; Portucel: 9; PT: 25; REN: 17; Semapa: 11; Sonae: 10; Sonae Ind.: 8; Sonae.com: 10; Zon:16

Esta Tabela inclui os valores das Remunerações Totais que cada chefe de Estado dos Países analisados (Portugal, Espanha, Alemanha, Estados Unidos e Japão) recebeu em 2009, bem como a remuneração total do país em que o chefe de estado desempenha funções, o valor médio por cada Administrador, considerando que cada Conselho de Administração tem 13,65 administradores, e por fim a comparação entre os valores dos Administradores e dos Chefes de Estado.



Anexo 2 – Código do Governo das Sociedades da CMVM 2007

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades abertas ao investimento do público. Não sendo nova, esta problemática que é genericamente rotulada como relativa ao governo das sociedades (*corporate governance*), tem conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

Por governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades. Centrado nas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, o governo das sociedades comporta uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira acepção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; o controlo externo, por seu turno, reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

A internacionalização das sociedades leva a que seja importante nivelar parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Assim, também em virtude da globalização dos mercados, Portugal não pode alhear-se desta problemática. Nesta ordem de ideias, assentando na convicção de que o sistema jurídico nacional se encontra suficientemente apetrechado com soluções que dão resposta aos problemas ligados a esta temática, é através da apresentação de um conjunto de recomendações que o presente documento procura transpor para o contexto nacional um conjunto de práticas que são internacionalmente tidas como indutoras de um bom governo das sociedades cotadas. Com este conjunto de recomendações, a CMVM não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objectivo é antes o de contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e de contribuir para uma composição equilibrada dos interesses dos accionistas. Além disso, é também objectivo do presente documento que seja prosseguida uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas. Estas recomendações pretendem, pois, apresentar-se como um exercício tendente à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários.

Embora o centro do problema se prenda com as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, estas recomendações podem, naturalmente, ser seguidas também por sociedades cujas acções não estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.



Anexos

Uma vez que este documento encerra um conjunto de recomendações, é fundamental a apreciação feita pelo mercado em relação ao seu acolhimento. É, aliás, o próprio mercado que constitui o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas.

Estas recomendações têm conhecido uma evolução significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à correspondente envolvente regulamentar. A sua versão originária, datada de 1999, era acompanhada de uma recomendação no sentido de uma divulgação sobre o seu cumprimento. Dois anos mais tarde, o Regulamento n.º 7/2001 da CMVM obrigou as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de informação sobre diversos aspectos ligados ao governo societário. De entre a informação a prestar nesse âmbito salientava-se a relativa ao cumprimento das presentes recomendações ou ao seu não cumprimento e respectiva fundamentação. Em 2003, mantendo-se embora as linhas fundamentais do Regulamento n.º 7/2001, e em especial a filosofia *comply or explain* que o informa, este voltou a ser actualizado, de forma a tornar mais completo o relatório anual sobre governo das sociedades. Em 2005, a tónica dominante das modificações relacionou-se com o aperfeiçoamento do sistema de fiscalização interna das sociedades. Paralelamente à evolução das Recomendações, é de louvar que estas tenham conhecido um grau crescente de cumprimento por parte de sociedades portuguesas. Com a presente versão, o conjunto das recomendações conhece uma nova arrumação sistemática e passa a ser designado por “Código do Governo das Sociedades da CMVM”. A evolução registada no teor das recomendações parte da alteração do quadro normativo dos modelos de governo das sociedades anónimas surgida com o Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março.

Este documento permanece aberto a apreciações e a sugestões e, como tal, sujeito a revisões e a aditamentos.

I. ASSEMBLEIA GERAL

I.1 MESA DA ASSEMBLEIA GERAL

I.1.1 O presidente da mesa da assembleia-geral deve dispor de recursos humanos e logísticos de apoio que sejam adequados às suas necessidades, considerada a situação económica da sociedade.

I.1.2 A remuneração do presidente da mesa da assembleia-geral deve ser divulgada no relatório anual sobre o governo da sociedade.

I.2 PARTICIPAÇÃO NA ASSEMBLEIA

I.2.1 A antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia-geral imposta pelos estatutos não deve ser superior a 5 dias úteis.



Anexos

I.2.2 Em caso de suspensão da reunião da assembleia-geral, a sociedade não deve obrigar ao bloqueio durante todo o período até que a sessão seja retomada, devendo bastar-se com a antecedência ordinária exigida na primeira sessão.

I.3 VOTO E EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

I.3.1 As sociedades não devem prever qualquer restrição estatutária do voto por correspondência.

I.3.2 O prazo estatutário de antecedência para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência não deve ser superior a 3 dias úteis.

I.3.3 As sociedades devem prever, nos seus estatutos, que corresponda um voto a cada acção.

I.4 QUÓRUM E DELIBERAÇÕES

I.4.1 As sociedades não devem fixar um quórum constitutivo ou deliberativo superior ao previsto por lei.

I.5 ACTAS E INFORMAÇÃO SOBRE DELIBERAÇÕES ADOPTADAS

I.5.1 As actas das reuniões da assembleia-geral devem ser disponibilizadas aos accionistas no sítio Internet da sociedade no prazo de 5 dias, ainda que não constituam informação privilegiada, nos termos legais, e deve ser mantido neste sítio um acervo histórico das listas de presença, das ordens de trabalhos e das deliberações tomadas relativas às reuniões realizadas, pelo menos, nos 3 anos antecedentes.

I.6 MEDIDAS RELATIVAS AO CONTROLO DAS SOCIEDADES

I.6.1 As medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas.

I.6.2 Os estatutos das sociedades que, respeitando o princípio da alínea anterior, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, devem prever igualmente que seja consignado que, pelo menos de cinco em cinco anos será sujeita a deliberação pela Assembleia Geral a manutenção ou não dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal - e que nessa deliberação se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione

I.6.3 Não devem ser adoptadas medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão grave no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.



II. ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

II.1. TEMAS GERAIS

II.1.1. ESTRUTURA E COMPETÊNCIA

II.1.1.1 O órgão de administração deve avaliar no seu relatório de governo o modelo adoptado, identificando eventuais constrangimentos ao seu funcionamento e propondo medidas de actuação que, no seu juízo, sejam idóneas para os superar.

II.1.1.2 As sociedades devem criar sistemas internos de controlo, para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário.

II.1.1.3 Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio na Internet da sociedade.

II.1.2 INCOMPATIBILIDADES E INDEPENDÊNCIA

II.1.2.1 O conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos.

II.1.2.2 De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

II.1.3 ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO

II.1.3.1 Consoante o modelo aplicável, o presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções.

II.1.4 POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO DE IRREGULARIDADES

II.1.4.1 A sociedade deve adoptar uma política de comunicação de irregularidades alegadamente ocorridas no seu seio, com os seguintes elementos: i) indicação dos meios através dos quais as comunicações de práticas irregulares podem ser feitas internamente, incluindo as pessoas com legitimidade para receber comunicações; ii) indicação do tratamento a ser dado às comunicações, incluindo tratamento confidencial, caso assim seja pretendido pelo declarante.

II.1.4.2 As linhas gerais desta política devem ser divulgadas no relatório sobre o governo das sociedades.



II.1.5 REMUNERAÇÃO

II.1.5.1 A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade. Neste contexto: i) a remuneração dos administradores que exerçam funções executivas deve integrar uma componente baseada no desempenho, devendo tomar por isso em consideração a avaliação de desempenho realizada periodicamente pelo órgão ou comissão competentes; ii) a componente variável deve ser consistente com maximização do desempenho de longo prazo da empresa e dependente da sustentabilidade das variáveis de desempenho adoptadas; iii) quando tal não resulte directamente de imposição legal, a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração deve ser exclusivamente constituída por uma quantia fixa.

II.1.5.2 A comissão de remunerações e o órgão de administração devem submeter à apreciação pela assembleia-geral anual de accionistas de uma declaração sobre a política de remunerações, respectivamente, dos órgãos de administração e fiscalização e dos demais dirigentes na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários. Neste contexto, devem, nomeadamente, ser explicitados aos accionistas os critérios e os principais parâmetros propostos para a avaliação do desempenho para determinação da componente variável, quer se trate de prémios em acções, opções de aquisição de acções, bónus anuais ou de outras componentes.

II.1.5.3 Pelo menos um representante da comissão de remunerações deve estar presente nas assembleias-gerais anuais de accionistas.

II.1.5.4 Deve ser submetida à assembleia-geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do preço das acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano ou, caso o mesmo ainda não tenha sido elaborado, das condições gerais a que o mesmo deverá obedecer. Da mesma forma devem ser aprovadas em assembleia-geral as principais características do sistema de benefícios de reforma de que beneficiem os membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários

II.1.5.5 A remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais, distinguindo-se, sempre que for caso isso, as diferentes componentes recebidas em termos de remuneração fixa e de remuneração variável, bem como a remuneração recebida em outras empresas do grupo ou em empresas controladas por accionistas titulares de participações qualificadas.



Anexos**II.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

II.2.1 Dentro dos limites estabelecidos por lei para cada estrutura de administração e fiscalização, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.2.2 O conselho de administração deve assegurar que a sociedade actua de forma consentânea com os seus objectivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais

II.2.3 Caso o presidente do conselho de administração exerça funções executivas, o conselho de administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada, e deve proceder-se à devida explicitação desses mecanismos aos accionistas no âmbito do relatório sobre o governo da sociedade.

II.2.4 O relatório anual de gestão deve incluir uma descrição sobre a actividade desenvolvida pelos administradores não executivos referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.2.5. O órgão de administração deve promover uma rotação do membro com o pelouro financeiro, pelo menos no fim de cada dois mandatos.

II.3 ADMINISTRADOR DELEGADO, COMISSÃO EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVO

II.3.1 Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.

II.3.2 O presidente da comissão executiva deve remeter, respectivamente, ao presidente do conselho de administração e, conforme aplicável, ao presidente da conselho fiscal ou da comissão de auditoria, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.

II.3.3 O presidente do conselho de administração executivo deve remeter ao presidente do conselho geral e de supervisão e ao presidente da comissão para as matérias financeiras, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.



Anexos**II.4. CONSELHO GERAL E DE SUPERVISÃO, COMISSÃO PARA AS MATÉRIAS FINANCEIRAS, COMISSÃO DE AUDITORIA E CONSELHO FISCAL**

II.4.1 O conselho geral e de supervisão, além do cumprimento das competências de fiscalização que lhes estão cometidas, deve desempenhar um papel de aconselhamento, acompanhamento e avaliação contínua da gestão da sociedade por parte do conselho de administração executivo. Entre as matérias sobre as quais o conselho geral e de supervisão deve pronunciar-se incluem-se: i) o definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) a estrutura empresarial do grupo; e iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.

II.4.2 Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo conselho geral e de supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o conselho fiscal devem ser objecto de divulgação no sítio da Internet da sociedade, em conjunto com os documentos de prestação de contas.

II.4.3 Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo conselho geral e de supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o conselho fiscal devem incluir a descrição sobre a actividade de fiscalização desenvolvida referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.4.4 A comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o conselho fiscal, consoante o modelo aplicável, devem representar a sociedade, para todos os efeitos, junto do auditor externo, competindo-lhe, designadamente, propor o prestador destes serviços, a respectiva remuneração, zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços, bem assim como ser o interlocutor da empresa e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios.

II.4.5 A comissão para as matérias financeiras, comissão de auditoria e o conselho fiscal, consoante o modelo aplicável, devem anualmente avaliar o auditor externo e propor à assembleia-geral a sua destituição sempre que se verifique justa causa para o efeito.

II.5. COMISSÕES ESPECIALIZADAS

II.5.1 Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração e o conselho geral e de supervisão, consoante o modelo adoptado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e para a avaliação do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes; ii) reflectir sobre o sistema de governo adoptado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.

II.5.2 Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração.



Anexos

II.5.3 Todas as comissões devem elaborar actas das reuniões que realizem.

III. INFORMAÇÃO E AUDITORIA**III.1 DEVERES GERAIS DE INFORMAÇÃO**

III.1.2 As sociedades devem assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal deve a sociedade manter um gabinete de apoio ao investidor.

III.1.3 A seguinte informação disponível no sítio da Internet da sociedade deve ser divulgada em inglês:

- a) A firma, a qualidade de sociedade aberta, a sede e os demais elementos mencionados no artigo 171.º do Código das Sociedades Comerciais;
- b) Estatutos;
- c) Identidade dos titulares dos órgãos sociais e do representante para as relações com o mercado;
- d) Gabinete de Apoio ao Investidor, respectivas funções e meios de acesso;
- e) Documentos de prestação de contas;
- f) Calendário semestral de eventos societários
- g) Propostas apresentadas para discussão e votação em assembleia-geral;
- h) Convocatórias para a realização de assembleia-geral.



Anexo 3 – Código do Governo das Sociedades da CMVM 2010

I. ASSEMBLEIA GERAL

I.1 MESA DA ASSEMBLEIA GERAL

I.1.1. O presidente da mesa da assembleia-geral deve dispor de recursos humanos e logísticos de apoio que sejam adequados às suas necessidades, considerada a situação económica da sociedade.

I.1.2. A remuneração do presidente da mesa da assembleia-geral deve ser divulgada no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

I.2 PARTICIPAÇÃO NA ASSEMBLEIA

I.2.1 A antecedência imposta para a recepção, pela mesa, das declarações de depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia-geral não deve ser superior a cinco dias úteis.

I.2.2 Em caso de suspensão da reunião da assembleia-geral, a sociedade não deve obrigar ao bloqueio durante todo o período que medeia até que a sessão seja retomada, devendo bastar se com a antecedência exigida na primeira sessão.

I. 3. VOTO E EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

I.3.1. As sociedades não devem prever qualquer restrição estatutária ao voto por correspondência e, quando adoptado e admissível, ao voto por correspondência electrónico.

I.3.2. O prazo estatutário de antecedência para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência não deve ser superior a três dias úteis.

I.3.3. As sociedades devem assegurar a proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação accionista, preferencialmente através de previsão estatutária que faça corresponder um voto a cada acção. Não cumprem a proporcionalidade as sociedades que, designadamente: i) tenham acções que não confirmam o direito de voto; ii) estabeleçam que não sejam contados direitos de voto acima de certo número, quando emitidos por um só accionista ou por accionistas com ele relacionados.

I.4 QUÓRUM DELIBERATIVO

As sociedades não devem fixar um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.



Anexos**I.5. ACTAS E INFORMAÇÃO SOBRE DELIBERAÇÕES ADOPTADAS.**

Extractos de acta das reuniões da assembleia-geral, ou documentos de conteúdo equivalente, devem ser disponibilizados aos accionistas no sítio na Internet da sociedade, no prazo de cinco dias após a realização da assembleia-geral, ainda que não constituam informação privilegiada. A informação divulgada deve abranger as deliberações tomadas, o capital representado e os resultados das votações. Estas informações devem ser conservadas no sítio na Internet da sociedade durante pelo menos três anos.

I.6. MEDIDAS RELATIVAS AO CONTROLO DAS SOCIEDADES

I.6.1. As medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Os estatutos das sociedades que, respeitando esse princípio, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia-geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.

I.6.2. Não devem ser adoptadas medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão grave no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

II. ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO**II.1. TEMAS GERAIS****II.1.1. ESTRUTURA E COMPETÊNCIA**

II.1.1.1. O órgão de administração deve avaliar no seu relatório anual sobre o Governo da Sociedade o modelo adoptado, identificando eventuais constrangimentos ao seu funcionamento e propondo medidas de actuação que, no seu juízo, sejam idóneas para os superar.

II.1.1.2. As sociedades devem criar sistemas internos de controlo e gestão de riscos, em salvaguarda do seu valor e em benefício da transparência do seu governo societário, que permitam identificar e gerir o risco. Esses sistemas devem integrar, pelo menos, as seguintes componentes: i) fixação dos objectivos estratégicos da sociedade em matéria de assumpção de riscos; ii) identificação dos principais riscos ligados à concreta actividade exercida e dos eventos susceptíveis de originar riscos; iii) análise e mensuração do impacto e da probabilidade de ocorrência de cada um dos riscos potenciais; iv) gestão do risco com vista ao alinhamento dos



Anexos

riscos efectivamente incorridos com a opção estratégica da sociedade quanto à assunção de riscos; v) mecanismos de controlo da execução das medidas de gestão de risco adoptadas e da sua eficácia; vi) adopção de mecanismos internos de informação e comunicação sobre as diversas componentes do sistema e de alertas de riscos; vii) avaliação periódica do sistema implementado e adopção das modificações que se mostrem necessárias.

II.1.1.3. O órgão de administração deve assegurar a criação e funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos, cabendo ao órgão de fiscalização a responsabilidade pela avaliação do funcionamento destes sistemas e propor o respectivo ajustamento às necessidades da sociedade.

II.1.1.4. As sociedades devem, no relatório anual sobre o Governo da Sociedade: i) identificar os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe no exercício da actividade; ii) descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos.

II.1.1.5. Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio na Internet da sociedade.

II.1.2 INCOMPATIBILIDADES E INDEPENDÊNCIA

II.1.2.1. O conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos.

II.1.2.2. De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

II.1.2.3. A avaliação da independência dos seus membros não executivos feita pelo órgão de administração deve ter em conta as regras legais e regulamentares em vigor sobre os requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgãos sociais, assegurando a coerência sistemática e temporal na aplicação dos critérios de independência a toda a sociedade. Não deve ser considerado independente administrador que, noutro órgão social, não pudesse assumir essa qualidade por força das normas aplicáveis.

II.1.3 ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO

II.1.3.1. Consoante o modelo aplicável, o presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções. II.1.3.2. O processo de selecção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos.



II.1.4 POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO DE IRREGULARIDADES

II.1.4.1. A sociedade deve adoptar uma política de comunicação de irregularidades alegadamente ocorridas no seu seio, com os seguintes elementos: i) indicação dos meios através dos quais as comunicações de práticas irregulares podem ser feitas internamente, incluindo as pessoas com legitimidade para receber comunicações; ii) indicação do tratamento a ser dado às comunicações, incluindo tratamento confidencial, caso assim seja pretendido pelo declarante.

II.1.4.2. As linhas gerais desta política devem ser divulgadas no relatório sobre o Governo da Sociedade.

II.1.5. REMUNERAÇÃO

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (i) A remuneração dos administradores que exerçam funções executivas deve integrar uma componente variável cuja determinação dependa de uma avaliação de desempenho, realizada pelos órgãos competentes da sociedade, de acordo com critérios mensuráveis predeterminados, que considere o real crescimento da empresa e a riqueza efectivamente criada para os accionistas, a sua sustentabilidade a longo prazo e os riscos assumidos, bem como o cumprimento das regras aplicáveis à actividade da empresa. (ii) A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes. (iii) Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o seu pagamento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período. (iv) Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade. (v) Até ao termo do seu mandato, devem os administradores executivos manter as acções da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, com excepção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas acções. (vi) Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos. (vii) Devem ser estabelecidos os instrumentos jurídicos adequados para que a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não seja paga se a destituição ou cessação por acordo é devida a desadequado desempenho do administrador. (viii) A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração não deverá incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade.

II.1.5.2. A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deve, além do conteúdo ali referido, conter suficiente



Anexos

informação: i) sobre quais os grupos de sociedades cuja política e práticas remuneratórias foram tomadas como elemento comparativo para a fixação da remuneração; ii) sobre os pagamentos relativos à destituição ou cessação por acordo de funções de administradores.

II.1.5.3. A declaração sobre a política de remunerações a que se refere o art. 2.º da Lei n.º 28/2009 deve abranger igualmente as remunerações dos dirigentes na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários e cuja remuneração contenha uma componente variável importante. A declaração deve ser detalhada e a política apresentada deve ter em conta, nomeadamente, o desempenho de longo prazo da sociedade, o cumprimento das normas aplicáveis à actividade da empresa e a contenção na tomada de riscos.

II.1.5.4. Deve ser submetida à assembleia-geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do preço das acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano ou, caso o mesmo ainda não tenha sido elaborado, das condições a que o mesmo deverá obedecer. Da mesma forma devem ser aprovadas em assembleia-geral as principais características do sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários.

II.1.5.6. Pelo menos um representante da comissão de remunerações deve estar presente nas assembleias-gerais de accionistas.

II.1.5.7. Deve ser divulgado, no relatório anual sobre o Governo da Sociedade, o montante da remuneração recebida, de forma agregada e individual, em outras empresas do grupo e os direitos de pensão adquiridos no exercício em causa (A presente recomendação manter-se-á até à entrada em vigor dos deveres de prestação de informação previstos nas alíneas c) e d) do artigo 3º do Regulamento da CMVM nº 1/2010).

II.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

II.2.1. Dentro dos limites estabelecidos por lei para cada estrutura de administração e fiscalização, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.2.2. O conselho de administração deve assegurar que a sociedade actua de forma consentânea com os seus objectivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.



Anexos

II.2.3. Caso o presidente do conselho de administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada, e deve proceder-se à devida explicitação desses mecanismos aos accionistas no âmbito do relatório sobre o Governo da Sociedade.

II.2.4. O relatório anual de gestão deve incluir uma descrição sobre a actividade desenvolvida pelos administradores não executivos referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.2.5. A sociedade deve explicitar a sua política de rotação dos pelouros no Conselho de Administração, designadamente do responsável pelo pelouro financeiro, e informar sobre ela no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.3. ADMINISTRADOR DELEGADO, COMISSÃO EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVO

II.3.1. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.

II.3.2. O presidente da comissão executiva deve remeter, respectivamente, ao presidente do conselho de administração e, conforme aplicável, ao presidente do conselho fiscal ou da comissão de auditoria, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.

II.3.3. O presidente do conselho de administração executivo deve remeter ao presidente do conselho geral e de supervisão e ao presidente da comissão para as matérias financeiras, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.

II.4. CONSELHO GERAL E DE SUPERVISÃO, COMISSÃO PARA AS MATÉRIAS FINANCEIRAS, COMISSÃO DE AUDITORIA E CONSELHO FISCAL

II.4.1. O conselho geral e de supervisão, além do exercício das competências de fiscalização que lhes estão cometidas, deve desempenhar um papel de aconselhamento, acompanhamento e avaliação contínua da gestão da sociedade por parte do conselho de administração executivo. Entre as matérias sobre as quais o conselho geral e de supervisão deve pronunciar-se incluem-se: i) a definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade; ii) a estrutura empresarial do grupo; e iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.

II.4.2. Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo conselho geral e de supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o conselho fiscal devem ser objecto de divulgação no sítio da Internet da sociedade, em conjunto com os documentos de prestação de contas.



Anexos

II.4.3. Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo conselho geral e de supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o conselho fiscal devem incluir a descrição sobre a actividade de fiscalização desenvolvida referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.4.4. O conselho geral e de supervisão, a comissão de auditoria e o conselho fiscal, consoante o modelo aplicável, devem representar a sociedade, para todos os efeitos, junto do auditor externo, competindo-lhe, designadamente, propor o prestador destes serviços, a respectiva remuneração, zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços, bem assim como ser o interlocutor da empresa e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios.

II.4.5. O conselho geral de supervisão, a comissão de auditoria e o conselho fiscal, consoante o modelo aplicável, devem anualmente avaliar o auditor externo e propor à assembleia-geral a sua destituição sempre que se verifique justa causa para o efeito.

II.4.6. Os serviços de auditoria interna e os que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade (serviços de *compliance*) devem reportar funcionalmente à Comissão de Auditoria, ao Conselho Geral e de Supervisão ou, no caso das sociedades que adoptem o modelo latino, a um administrador independente ou ao Conselho Fiscal, independentemente da relação hierárquica que esses serviços mantenham com a administração executiva da sociedade.

II.5. COMISSÕES ESPECIALIZADAS

II.5.1. Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração e o conselho geral e de supervisão, consoante o modelo adoptado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e para a avaliação do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes; ii) reflectir sobre o sistema de governo adoptado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria; iii) identificar atempadamente potenciais candidatos com o elevado perfil necessário ao desempenho de funções de administrador.

II.5.2. Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.

II.5.3. Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou colectiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do Conselho de Administração, ao próprio Conselho de Administração da sociedade ou que tenha relação actual com consultora da empresa. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer



Anexos

peessoa singular ou colectiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.

II.5.4. Todas as comissões devem elaborar actas das reuniões que realizem.

III. INFORMAÇÃO E AUDITORIA**III.1 DEVERES GERAIS DE INFORMAÇÃO**

III.1.1. As sociedades devem assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal deve a sociedade manter um gabinete de apoio ao investidor.

III.1.2. A seguinte informação disponível no sítio da Internet da sociedade deve ser divulgada em inglês:

- a) A firma, a qualidade de sociedade aberta, a sede e os demais elementos mencionados no artigo 171.º do Código das Sociedades Comerciais;
- b) Estatutos;
- c) Identidade dos titulares dos órgãos sociais e do representante para as relações com o mercado;
- d) Gabinete de Apoio ao Investidor, respectivas funções e meios de acesso;
- e) Documentos de prestação de contas;
- f) Calendário semestral de eventos societários
- g) Propostas apresentadas para discussão e votação em assembleia-geral;
- h) Convocatórias para a realização de assembleia-geral.

III.1.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respectivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os gastos da sua substituição.

III.1.4. O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.



Anexos

III.1.5. A sociedade não deve contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com eles se encontrem em relação de participação ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu relatório anual sobre o Governo da Sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.

IV. CONFLITOS DE INTERESSES***IV.1. RELAÇÕES COM ACCIONISTAS***

IV.1. Os negócios da sociedade com accionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.

IV.1.2. Os negócios de relevância significativa com accionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser submetidos a parecer prévio do órgão de fiscalização. Este órgão deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância destes negócios e os demais termos da sua intervenção.



Apêndices

Apêndice 1 – Componentes remuneratórias das empresas do PSI-20

Altri

A Altri não atendeu à CMVM e não colocou a remuneração individual de cada Administrador. Os critérios de atribuição da remuneração variável dos membros do CA não se encontram formalmente definidos. No entanto o CA propôs na AG de aprovação de contas de 2009 a formalização daqueles critérios, reflectindo o seu alinhamento com os objectivos de médio e longo prazo da sociedade.

A Altri entende que a divulgação dos parâmetros de cálculo da componente variável da remuneração dos membros do CA, não traz informação relevante para os accionistas, sendo divulgada no relatório de gestão a informação genérica sobre a remuneração fixa e variável dos administradores. Esta informação também é entendida que não traz informação relevante para os accionistas a sua divulgação da remuneração individual de cada administrador.

A remuneração dos administradores não está directamente dependente da evolução das acções da Altri a curto prazo.

A remuneração variável atribuída resulta do desempenho das sociedades que compõem o Grupo. Não existem planos ou sistemas de incentivos relacionados com a atribuição de acções aos membros do CA; indemnizações pagas ou devidas a ex-administradores relativamente à cessão de funções durante o exercício; regimes complementares de pensões ou de reforma antecipada para os administradores; benefícios não pecuniários considerados como remuneração.

A Altri, não possui qualquer plano de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções aos membros dos órgãos sociais, nem aos seus trabalhadores.

BCP

O BCP atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. A fixação da remuneração dos Administradores Executivos compete à CR, importando contudo ter presentes as disposições estatutárias que determinam que a remuneração do CA Executivo poderá ser constituída por uma parte fixa e por uma parte variável, traduzida esta numa participação que não exceda os 2% dos lucros do exercício.

Contudo, já durante o exercício de 2009 e com vista à sua simplificação, a CR entendeu rever o modelo de Remuneração do CA Executivo, aprovando o Modelo de Remuneração que considera que a política de



Apêndices

remuneração para o CA Executivo deve ser simples, transparente e reflectir o posicionamento competitivo de referência do Millennium bcp a nível nacional e internacional, bem como garantir o necessário alinhamento com a política retributiva global da Instituição, devendo ter enfoque na criação de valor para o accionista e promover e recompensar a consecução dos resultados do Banco, no curto e longo prazo, suportando a implementação da estratégia de crescimento sustentado preconizada.

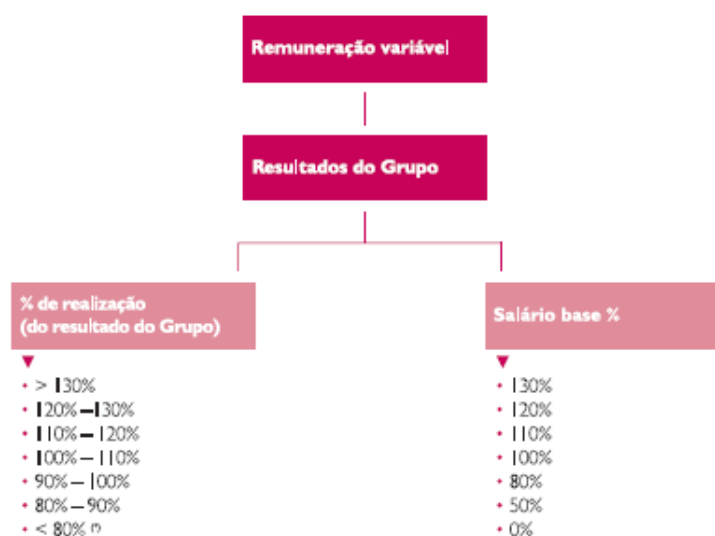
A remuneração dos Membros do CA Executivo do Millennium bcp e aprovadas pelo CR, é constituída pelas seguintes componentes:

a) uma Remuneração Fixa Mensal paga na base de 14 meses/ano e definida tendo por base o posicionamento competitivo face a um universo de empresas de referência nacional, constituído por empresas do PSI-20 de dimensão e características similares ao Millennium bcp;

b) uma Remuneração Variável Anual paga de uma só vez aos Membros do CA Executivo em exercício no mês em que ocorre o pagamento dos dividendos aprovados em AG Anual. A fixação desta remuneração tem por universo de referência as práticas relativas ao sector financeiro europeu (a Remuneração Variável Anual não pode exceder 130% da Remuneração Fixa Anual, calculada esta na base de 14 meses da Remuneração Fixa Mensal);

A Remuneração Variável Anual dos Membros do CA Executivo deverá estar dependente dos Resultados de Grupo decorrentes do desempenho económico do Grupo, apurado pelo CR, de forma indiferenciada para o conjunto dos Membros do CA Executivo. A Remuneração Variável Anual é calculada tendo em consideração o grau de consecução dos resultados do Grupo, o qual determina o percentual a auferir pelo membro do CA Executivo, nos seguintes termos:

Fórmula para pagamento



[†] Em caso de percentagem de realização inferior a 80%, o Comité de Remunerações e Previdência poderá atribuir um prémio máximo de 50%.



Apêndices

c) uma Remuneração Variável Plurianual, calculada para o mandato de três anos, provisionada ano a ano e paga de uma só vez no ano seguinte ao término do mandato, no mês em que ocorre o pagamento dos dividendos aprovados em AG Anual. A fixação desta remuneração tem por universo de referência as práticas relativas ao sector financeiro europeu (a Remuneração Variável Plurianual não pode exceder – para cada ano do mandato – 130% da Remuneração Fixa Anual).

Esta componente da Remuneração Variável tem como objectivo assegurar a sustentabilidade do desempenho do Millennium bcp bem como a vinculação, em continuidade, dos Membros do respectivo CA Executivo. Nestes termos esta componente não será devida em caso de renúncia ou de perda de mandato por qualquer motivo imputável ao próprio, salvo por falecimento ou reforma por limite de idade ou invalidez. A não recondução no termo do mandato, *per si*, não impede a percepção da remuneração plurianual. O quantitativo da Remuneração Variável Plurianual será o seguinte resultado:

Retribuição da performance

Objectivos para plano de incentivos a curto prazo

Resultados do Grupo
EBD Abordagem da performance integrada

Objectivo	Indicador da performance	Objectivo	Valor	Evolução	Escala
Crescimento	Produto	Média do cumprimento 2009 e 2010	15%		
Eficiência	Cost to Income		15%		
Resultados	Resultado líquido		15%		Caso a percentagem atingida seja inferior a 80% da evolução do objectivo, deverá ser zero.
Rendibilidade	RDE ⁽¹⁾		15%		
Valor para o accionista	TSR ⁽²⁾		Crescimento relativo considerando a referência do mercado	40%	Resultados/ Crescimento BeBankis

⁽¹⁾ Este nível de objectivo assume um Core Tier I ratio de capital acima de 5,5%. Situações extraordinárias de aumento de capital ou redução de reservas imprevista na altura de definir objectivos e decisões tomadas pelos accionistas podem não ser considerados para o cálculo.

⁽²⁾ Situações extraordinárias (i.e., ofertas públicas) o cálculo da TSR deverá ser ajustado em conformidade.

Tal como para o caso da Remuneração Variável Anual, os valores a apurar de Remuneração Variável Plurianual, ano a ano, para cada um dos Membros do CA Executivo, são constituídos pelos Resultados do Grupo, aplicando-se as mesmas regras de cálculo, com o limite anual de 130% da Remuneração Fixa Anual;

BES

O BES atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. Os Membros do CA são remunerados nos seguintes termos:

a) A remuneração dos membros da CE comporta uma parte fixa e uma eventual parte variável, que nunca poderá exceder cinco por cento dos lucros líquidos individuais do exercício.



Apêndices

b) Os membros da CE beneficiam ainda de um plano de pagamento de remuneração variável para o período 2008–2010 (PPRV 2008-2010), que consiste na atribuição do direito a receber uma remuneração variável indexada à eventual valorização das acções do BES. Os membros da CE beneficiam ainda de um plano de pagamento de remuneração variável para o período 2008–2010 (PPRV 2008-2010), que consiste na atribuição do direito a receber uma remuneração variável indexada à eventual valorização das acções do BES.

O PPRV 2008-2010 implica a emissão máxima de 5 000 000 (cinco milhões) unidades de conta a serem repartidas por todos os Beneficiários, podendo tal número ser excedido por força dos ajustamentos que se venham a revelar necessários.

A remuneração variável a pagar a cada Beneficiário será o montante em euros que resultar da aplicação da seguinte fórmula:

$$RV = (\text{Valor Final} - \text{Valor Inicial}) \times N$$

Em que:

RV = Remuneração Variável

Valor Final - valor correspondente à média aritmética simples da cotação de fecho da acção BES na EURONEXT LISBOA – Bolsa de Valores Euronext Lisboa (ou a que lhe venha a suceder em virtude da sua integração em outra, ou outras, bolsas de valores) nos 10 dias de mercado anteriores à Data Final de Referência.

Valor Inicial = valor unitário de referência por cada unidade de conta atribuída, que é definido na Data Inicial de Referência. Este Valor Inicial pode ser ajustado ao longo do tempo, nos termos previstos na Cláusula Sexta. O Valor Inicial encontra-se fixado pelo CA em 6,64 euros (valor fixado após o aumento de capital realizado no ano de 2009).

N = número de unidades de conta atribuídas a cada Beneficiário e sujeito a ajustamento, nos termos da Cláusula Sexta do Plano. Os Beneficiários recebem a remuneração variável a título de prémio de desempenho, o qual lhes será creditado no final do primeiro mês após a Data Final de Referência, na conta onde habitualmente for liquidada a sua retribuição, após dedução dos encargos fiscais aplicáveis.

Podem ser Beneficiários do PPRV 2008-2010: a) Os membros da CE do CA do BES. b) Os trabalhadores do Grupo BES, no activo, com vínculo laboral efectivo. A execução do PPRV 2008-2010 compete ao CA do BES.

c) Os membros da CE que desempenhem funções executivas em órgãos de administração de sociedades em relação de domínio e/ou de grupo com o BES podem ser remunerados pelas referidas sociedades, caso em que poderão não ser remunerados pelo exercício de funções executivas no BES.



Apêndices

d) A remuneração fixa e variável dos membros da CE obedece a critérios de alinhamento com os objectivos estratégicos do Grupo, não descurando em simultâneo as práticas do mercado português. A remuneração fixa e variável dos membros da CE é determinada pela CR, eleita em AG, e obedece a critérios de alinhamento com os objectivos estratégicos do Grupo, não descurando em simultâneo as práticas do mercado português.

A componente variável é dividida em duas sub-componentes.

A) Desempenho de Curto Prazo (a Remuneração Variável Anual) A Remuneração Variável Anual (RVA) é referente ao Desempenho de Curto Prazo e terá um peso de aproximadamente 45% na Remuneração Total Anual.

B) Desempenho de Médio Prazo (a Remuneração Variável de Médio Prazo) A Remuneração Variável de Médio Prazo (RVMP) é referente ao Desempenho de Médio Prazo e terá um peso de aproximadamente 10% no conjunto da Remuneração Total Anual. A RVMP será determinada pela CR no início de cada ano, com base na avaliação de desempenho do ano anterior, e será paga através da atribuição de opções de aquisição de acções (SO), que serão passíveis de ser exercidas apenas 3 anos após a data da sua atribuição, o que implica uma periodificação deste gasto durante os 3 anos até ao momento do exercício. A RVMP resultará da sustentabilidade dos indicadores do BES e será calculada em função do retorno global proporcionado aos accionistas ao longo de três anos, retorno que resulta dos dividendos e da evolução da capitalização bolsista. As SO subjacentes à RVMP terão um preço de exercício no final do período de 3 anos superior em 10% à cotação no início do referido período.

A aplicação deste pressuposto de evolução da cotação bolsista à cotação de referência para a estruturação das SO permitirá definir o valor de exercício das referidas Opções e, conseqüentemente, apurar o número de SO a atribuir anualmente a cada administrador.

C) Regulamentação da atribuição de Acções e Opções A regulamentação da atribuição de acções e opções de aquisição de acções aos membros da CE deve ser objecto de um Regulamento próprio, a submeter à aprovação da AG.

Não existiu em 2009 nenhum sistema de atribuição de acções ou de direitos de adquirir acções, mas apenas o PPRV 2008-2010. A parte fixa representará aproximadamente 45% do total da remuneração, sendo os restantes 55% atribuídos como parte variável. O montante exacto da parte variável oscilará, em cada ano, em função do grau de cumprimento dos principais objectivos anuais, constantes do Orçamento anual, tal como aprovado pelo CA.



Apêndices

**BPI**

O BPI atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. A política de remuneração do BPI assenta em cinco vectores.

As remunerações dos Administradores Executivos e dos Colaboradores do BPI estão directamente associadas aos níveis de desempenho obtidos: pelo banco; pela unidade de negócio ou de apoio ao negócio à qual a pessoa em causa está associada; pelo seu mérito individual.

No alinhamento de interesses com os accionistas, os Administradores Executivos, Quadros Directivos e os restantes Colaboradores cuja remuneração variável seja superior a 2 500 euros têm, em regra, associada parte da respectiva remuneração à valorização a médio prazo das acções do Banco BPI em bolsa.

A remuneração atribuída aos Administradores Executivos e aos Colaboradores do Grupo BPI inclui uma componente fixa e uma componente variável que depende do desempenho obtido pelo Banco, pelas áreas sob a responsabilidade da pessoa em causa e do seu mérito.

A remuneração variável é por regra, em parte, paga em dinheiro e, em parte sob a forma de acções e de opções de compra de acções BPI, através do Programa de Remuneração Variável em Acções (Programa RVA).

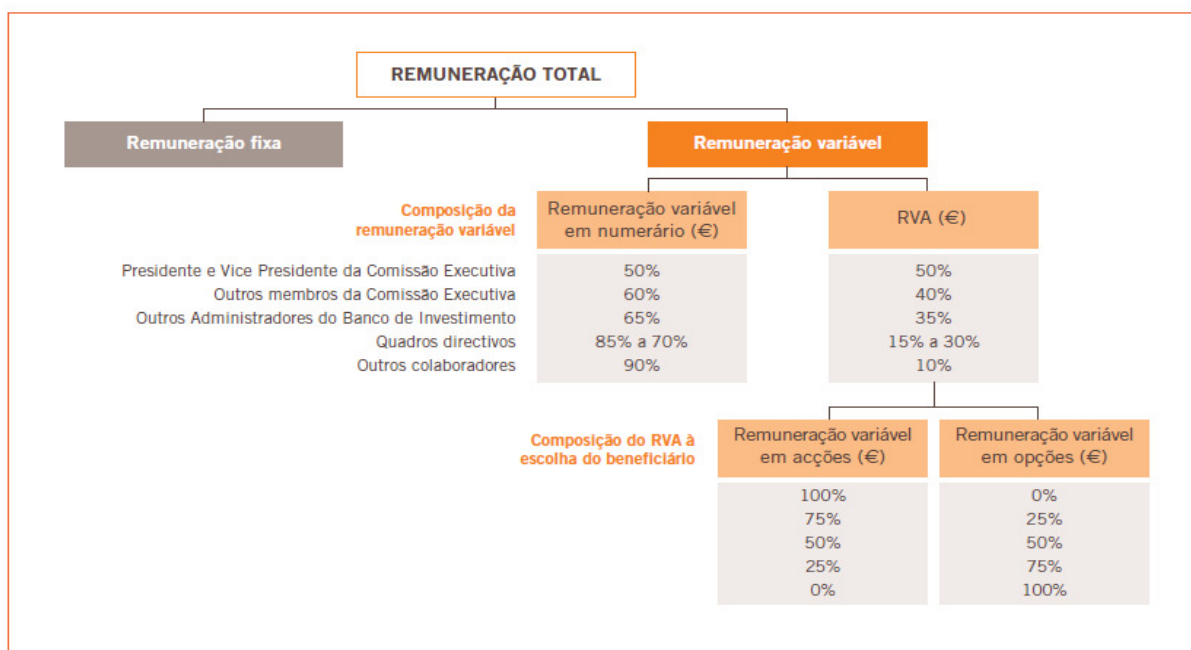
O Programa RVA, em vigor desde o início do exercício de 2001, consiste, em regra anualmente, na atribuição de uma parte da remuneração variável sob a forma de acções do Banco BPI e opções de compra de acções do Banco BPI. O programa RVA abrange a CE, o CA, assim como todos os Colaboradores do Grupo cuja remuneração variável anual seja igual ou superior a 2 500 euros.



Apêndices

O peso do RVA na remuneração variável é crescente com o nível de responsabilidades, oscilando entre um mínimo de 10% e um máximo de 50%. A proporção da remuneração variável dos Administradores Executivos integrada por acções e, ou, opções sobre acções no âmbito do RVA é de 50% para o Presidente e Vice-Presidente da CE e de 40% para os demais membros desse órgão.

Estrutura de Remuneração do Banco, aplicável à Comissão Executiva e à generalidade dos Colaboradores



Na AG de 23 de Abril de 2008 que procedeu à eleição da CR, foram definidos para o mandato dos órgãos sociais 2008-2010, os seguintes limites máximos para as remunerações fixa anual dos membros do CA e para a remuneração variável dos membros da CE: limite da remuneração fixa anual do conjunto dos membros do CA: 3.2 M.€; percentagem máxima dos lucros consolidados do exercício que em cada ano pode representar à remuneração variável dos conjunto dos membros do CA que integram a CE: 1.5%.

Condições de Atribuição

Plano de acções. A transferência da titularidade das acções para o beneficiário é imediata. A disponibilização das acções, no entanto, faz-se de forma faseada – 25% ficam livres no momento da atribuição e os restantes 75% são libertados no final dos primeiro, segundo e terceiro anos a contar da data de atribuição, na condição de a relação de trabalho se manter naquelas datas (excepto se na base da cessação dessa relação de trabalho estiver (i) a cessação de tal relação com justa causa do beneficiário, (ii) a cessação por acordo em que se preveja consequência diversa, (iii) a cessação por morte ou reforma do beneficiário ou (iv) cessar a relação de domínio entre o Banco BPI e a sociedade em que o beneficiário exerça funções). Caso contrário, a transmissão das acções ainda não libertadas fica sem efeito.



Apêndices

Plano de acções – atribuição, transmissão e disponibilidade

	Atribuição	Transmissão	Disponibilidade ¹
Data de atribuição	100%	100%	25%
1 ano após	-	-	25%
2 anos após	-	-	25%
3 anos após	-	-	25%

Plano de opções

As opções de compra de acções do Banco BPI transmitem-se para a titularidade do beneficiário na data de atribuição. As opções não são transaccionáveis. O período de exercício, relativamente às opções atribuídas no âmbito do RVA 2005 e seguintes, corresponde ao período entre o 90.º dia a contar da data da sua atribuição – desde que até esse dia não tenha cessado o vínculo laboral, caso em que a transmissão é anulada – e o fim do quinto ano a contar da data de atribuição. No caso de, antes de as opções serem exercidas, ocorrer a cessação da relação de trabalho ou administração com o beneficiário, por iniciativa do Grupo BPI e com justa causa, tais opções caducam automaticamente. Nas situações de (i) cessação de tal relação por iniciativa do beneficiário, com ou sem justa causa (ii) a cessação de tal relação por acordo em que se preveja consequência diversa (iii) a cessação de tal relação por morte ou reforma do beneficiário ou (iv) cessação a relação de domínio entre o Banco BPI e a sociedade em que o beneficiário exerça funções, as opções ainda não vencidas vencem-se automaticamente e têm de ser exercidas no prazo máximo de 30 dias (nas situações referidas em (i) e (ii)) ou 2 anos (no caso das situações referidas em (iii) e (iv)) a contar da ocorrência da vicissitude em causa.

Plano de opções – atribuição, transmissão e disponibilidade

	Atribuição	Transmissão	Disponibilidade
Data de atribuição	100%	100%	-
90.º dia após ²	-	-	Início do período de exercício
5 anos após	-	-	Fim do período de exercício

Preço de Atribuição

Plano de acções. O valor das acções, para efeitos de atribuição, corresponde à média da média diária ponderada da cotação nas dez sessões de bolsa anteriores à data de atribuição.

Plano de opções. No caso das opções, é utilizado o seu justo valor, considerando como preço de exercício o valor de atribuição das acções.



Apêndices

Quantidade de opções e acções a distribuir

O número de acções e opções a atribuir resulta do quociente entre a parte de remuneração variável a atribuir sob a forma de incentivo em RVA e o preço definido de atribuição das acções e opções de compra.

Para o programa RVA 2007, o número de combinações possíveis são as seguintes:

- 0% acções / 100% opções;
- 25% acções / 75% opções;
- 100% numerário (se a remuneração variável for igual ou superior a 2 500 euros e igual ou inferior a 10 mil euros).

Para os programas RVA 2008 e RVA 2009, mantiveram-se as combinações possíveis definidas para o RVA 2007, todavia a possibilidade de receber 100% do incentivo do RVA em numerário foi alargada a todos os beneficiários do programa RVA.

O total do número de acções atribuídas e de acções subjacentes às opções atribuídas em cada ano não poderá exceder 2% do capital social e o número de acções subjacentes às várias séries de opções vivas (opções existentes, quer sejam exercíveis ou não) não poderá exceder 5% do capital social, de acordo com as directrizes do programa RVA em vigor.

Exercício de opções.

As opções são exercíveis em qualquer momento no decurso do período de exercício. No entanto, a alienação das acções resultantes do exercício de opções está sujeita aos períodos de inibição definidos nos códigos de conduta relativos a transacções de acções do Banco BPI por Administradores e Colaboradores.

Registo Contabilístico

Atribuição. O BPI regista a remuneração atribuída no âmbito do RVA em gastos com pessoal. Relativamente ao plano de acções, o respectivo gasto de atribuição é periodizado desde o início do ano a que se refere a atribuição até ao momento da disponibilização das acções aos Colaboradores, e relativamente ao plano de opções, o respectivo gasto de atribuição é periodizado desde o início do ano a que se refere a atribuição até ao início do período de exercício das opções. Já anteriormente à transição para IAS / IFRS, o BPI utilizava o *fair value* G das acções e opções na data de atribuição para contabilizar o gasto de atribuição da RVA. Na valorização das acções, é utilizado o valor de mercado (média das dez sessões de bolsa anteriores à atribuição), enquanto na das opções, dada a inexistência de valor de mercado para as opções do RVA e para opções transaccionáveis semelhantes, o BPI recorre a um modelo de avaliação que está de acordo com os princípios de avaliação de instrumentos financeiros, de aceitação generalizada, e incorpora toda a informação relevante disponível.



Apêndices

Nas notas explicativas às demonstrações financeiras consolidadas – “2.9. Remuneração variável em acções – RVA (IFRS 2)” e “4.49. Programa de remuneração variável em acções (RVA)” – encontra-se a descrição da contabilização do programa RVA, da valorização dos incentivos atribuídos e do impacto contabilístico.

Cobertura das responsabilidades decorrentes do programa RVA

O Grupo BPI executa a cobertura própria do programa de atribuição de acções e opções (RVA).

Na cobertura do plano de opções, o BPI dispõe de carteiras de acções próprias, afectas a cada uma das séries de opções vivas, que procuram assegurar um número de acções correspondente ao produto do delta pelo número de opções existentes. As mais-valias e menos-valias realizadas na carteira de acções próprias detida para cobertura do plano de opções são registadas directamente em capital próprio, não afectando o resultado do exercício. Na data de exercício das opções, é reconhecida em capitais próprios a mais-valia ou menos-valia correspondente à diferença entre o preço de exercício e o gasto médio de aquisição das acções próprias.

Execução do Programa RVA1

Abrangência

O número de Administradores Executivos dos Bancos, Quadros Directivos e outros Colaboradores do Grupo BPI abrangidos pelo RVA-2009 ascendeu a 1 589, o que representa 24% do quadro de efectivos do Grupo em Portugal.

Destinatários do Programa RVA 2009

	% do RVA na remuneração variável	N.º de elementos abrangidos
Comissão Executiva do Banco BPI		
Presidente e Vice-Presidente	50%	2
Outros membros	40%	5
Administradores do Banco Português de Investimento ²	35%	4
Quadros Directivos e outros Colaboradores		
Quadros Directivos		
Directores Gerais	35%	4
Directores-Centrais	30%	30
Directores-Coordenadores	25%	67
Directores	20%	105
Directores Adjuntos e Subdirectores	15%	331
Subtotal: Quadros Directivos	-	538
Outros Colaboradores	10%	1 040
Total	-	1 589



Apêndices

Atribuição relativa ao exercício de 2009

O valor do incentivo do RVA a atribuir relativamente ao exercício de 2009, ascendeu a 0.8 M.€, o que correspondeu a 3.9% do valor total da remuneração variável atribuída ao universo de Administradores e Colaboradores abrangidos pelo RVA.

Composição da remuneração variável em 2009

Valores em milhares de euros

	Numerário	RVA 2009	Total
Comissão Executiva do Banco BPI	1 688	252	1 940
Administradores do Banco Português de Investimento ²	408	0	408
Quadros Directivos e outros Colaboradores	18 929	591	19 520
Dos quais: abrangidos pelo RVA	14 464	591	15 054
Total	21 025	843	21 868

Dimensão

No âmbito do RVA 2009, foram atribuídas 15 mil acções e 2 217 mil opções. O número total de acções atribuídas e número de acções subjacente às opções atribuídas correspondeu a 0.2% do capital do Banco BPI.

Atribuição de acções

	RVA 2009
Forma de atribuição	Condição resolutiva
Data de atribuição	11 Mar. 10
Preço de atribuição	1.935 €
N.º de acções atribuídas	
Comissão Executiva do Banco BPI	0
Administradores do Banco Português de Investimento ²	0
Quadros Directivos e outros Colaboradores	14 937
Total	14 937



Apêndices

Atribuição de opções de compra de acções

	RVA 2009
Data de atribuição	11 Mar. 10
Período de exercício	12 Jun. 10 a 11 Mar. 15
N.º de acções adquiríveis por cada opção detida	1
Preço de exercício	1.935 €
Valor de cada opção	0.367 €
N.º de opções atribuídas	
Comissão Executiva do Banco BPI	686 651
Administradores do Banco Português de Investimento ²	0
Quadros Directivos e outros Colaboradores	1 530 672
Total	2 217 323

Séries vivas de opções de compra de acções

Em 31 de Dezembro de 2009, existiam 21 milhões de opções do RVA, todas exercíveis, o que correspondia, em termos de número de acções subjacentes, a 2.4% do capital do Banco BPI.

Em 28 de Fevereiro de 2010, terminou o período de exercício das opções do RVA 2004.

Séries vivas de opções de compra de acções do Banco BPI
 Em 31 de Dezembro de 2009

	Preço de exercício (€) ³	Valor de atribuição (€) ³	N.º acções adquiríveis por opção	N.º opções
RVA 2004	2.980	0.298	1	1 551 957
RVA 2005	4.265	0.432	1	2 845 391
RVA 2007	3.200	0.394	1	14 568 521
RVA 2008	1.413	0.374	1	2 413 261
Total				21 379 130

Em 11 de Março de 2010, ocorreu a atribuição do RVA 2009, tendo sido atribuídas, a Administradores e Colaboradores, 2 217 323 opções de compra de acções do Banco BPI.

Em 11 de Março de 2010, ocorreu a atribuição do RVA 2009, tendo sido atribuídas 14 937 acções do Banco BPI a Administradores e Colaboradores.



Apêndices

Rendibilidade

De entre os programas RVA com séries vivas de opções, a cotação actual da acção BPI é superior ao preço de exercício das opções apenas em relação ao programa RVA 2008, pelo que só estas se encontram actualmente “*in-the-money*”. As opções das restantes séries vivas do programa RVA (RVA 2005 e RVA 2007) encontram-se actualmente “*out-of-the-money*”.

Brisa

A Brisa atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

Os membros do órgão de administração devem desempenhar as suas funções de forma diligente e criteriosa, no interesse da sociedade, tendo em conta os interesses dos seus accionistas, colaboradores e demais “*stakeholders*”. É do interesse da sociedade e dos seus accionistas criar as condições e os incentivos adequados, mobilizadores do bom desempenho de funções por parte do Conselho de Administração. Assim, a remuneração constitui um instrumento de gestão essencial para o enquadramento e motivação do desempenho dos dirigentes ao nível das empresas.

A definição e aplicação dos critérios subjacentes à fixação das remunerações dos Administradores, cometida à CR, deve deste modo ser coerente e homogénea, levando, por um lado, em linha de conta o nível de remunerações actualmente praticado em empresas europeias congéneres e, por outro, o grau de cumprimento dos objectivos estratégicos definidos para a empresa e a criação de valor para os accionistas.

Neste sentido, a remuneração deverá contemplar uma componente fixa que visa remunerar o esforço desenvolvido ao longo de cada exercício do respectivo mandato, aplicável aos membros executivos e não executivos do CA, e uma componente variável a ser atribuída numa perspectiva da globalidade do mandato, com o objectivo de alinhar os interesses dos membros executivos do CA e dos accionistas.

A atribuição da componente variável fica dependente da avaliação do cumprimento de objectivos de desempenho definidos anualmente, tendo em conta os seguintes indicadores: EBITDA, EBIT, RESULTADOS LÍQUIDOS, ROE e ROA, não apenas numa perspectiva de evolução absoluta mas também numa perspectiva de comparação com o desempenho das principais empresas do mercado doméstico e com as do mesmo sector a nível internacional.

Os Quadros Dirigentes, face à importância que assumem no contexto da actividade global da sociedade, são submetidos a um complexo processo de avaliação contínua, que envolve três fases: a fixação dos objectivos, o acompanhamento da execução e a avaliação final.



Apêndices

A avaliação processa-se em dois planos: no plano das competências reveladas (ponderado com 45%) e no plano dos objectivos satisfeitos (ponderado com 55%). Há competências nucleares – visão estratégica, motivação e conhecimento (20%); competências específicas – comunicação, decisão, agilidade, criatividade e organização (20%); e competências técnicas (5%). E há objectivos específicos (30%) e objectivos partilhados: partilhados pela Unidade de Negócio em que os avaliados se integram (15%) e partilhados por todo o Grupo (10%). A tudo isto se associam índices de desempenho, de que resulta um índice final, a que corresponde um determinado valor de remuneração variável

Cimpor

A Cimpor atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. A remuneração dos membros do CA são determinadas pela CR, eleita em AG, podendo tal remuneração incluir uma componente variável, estabelecida em função dos lucros do exercício, que, não poderá, globalmente, exceder 5% dos referidos lucros. Por outro lado, todos os administradores, por decisão da CR, beneficiam do “Plano de Aquisição de Acções pelos Colaboradores”.

A remuneração variável (incluindo a atribuição de opções de compra de acções) está reservada aos membros da CE, sendo determinada anualmente, e a nível individual, pela CR, em função dos resultados do Grupo, do grau de prossecução dos objectivos estratégicos definidos e da avaliação do desempenho de cada administrador, nas suas áreas específicas de actuação.

Quanto à atribuição de opções de compra de acções, é efectuada no âmbito do programa, pelo que obedece exactamente às mesmas regras. As quais, ao repartirem no tempo (ao longo de quatro anos) a possibilidade de exercício das opções, não só diferem grande parte do benefício correspondente como o fazem implicitamente depender do desempenho de médio e longo prazo do Grupo e da sustentabilidade dos respectivos resultados.

Foi aprovada a venda de acções próprias a trabalhadores e membros dos órgãos de administração da Sociedade ou de sociedades participadas, no âmbito da execução de um novo Plano de Aquisição de Acções pelos Colaboradores e da “Série 2009” do Plano de Atribuição de Opções de Compra de Acções -- dirigido a administradores e quadros do Grupo – regulamentado em 2002

O Plano é destinado aos administradores e à generalidade dos colaboradores com vínculo estável à CIMPOR, ou às sociedades, com sede em qualquer dos países da Península Ibérica, dominadas, directa ou indirectamente, por aquela, a administradores e quadros dirigentes das restantes sociedades do Grupo (propostos, para tal, pelos administradores das áreas respectivas) e a outros colaboradores (designados, para o efeito, pela CE) vinculados a sociedades em que a holding ou alguma sociedade dominada por esta participe no respectivo capital, o Plano de Aquisição de Acções pelos Colaboradores (Ano de 2009) consistiu na atribuição a



Apêndices

cada beneficiário – conforme deliberação da CR, no respeitante aos administradores da holding, e da CE, nos restantes casos - do direito a adquirir, a um preço correspondente a 75% do valor da cotação de fecho do dia da transacção (com arredondamento por excesso), um determinado número de acções da própria CIMPOR, definido de acordo com a seguinte regra:

$$\text{Quantidade máxima de acções a adquirir} = \frac{\text{Remuneração base mensal ilíquida} / 2}{75\% \text{ da cotação de fecho do dia da transacção}}$$

O Plano de Atribuição de Opções de Compra de Acções -- Série 2009, teve como destinatários os administradores da holding que a CR entendeu designar como beneficiários, bem como os membros dos CA das sociedades participadas e outros quadros do Grupo que, para o mesmo efeito, foram designados pela CE.

As características essenciais deste Plano são as seguintes:

- Anualmente, é atribuída a cada beneficiário a faculdade de adquirir um certo número de acções da CIMPOR (opções iniciais), a um preço pré-definido pela CR (dentro dos trinta dias seguintes à data da reunião da AG Anual de aprovação das contas), o qual não deverá ser inferior a setenta e cinco por cento da média da cotação de fecho das sessenta sessões de Bolsa imediatamente anteriores àquela data;
- Por cada opção inicial efectivamente exercida, é atribuída ao beneficiário a faculdade de adquirir, ao mesmo preço unitário, e em cada um dos três anos subsequentes, uma nova acção (opções derivadas); o conjunto formado pelas acções adquiridas no exercício das opções iniciais e pelas correspondentes opções derivadas constitui uma “série”;
- O número de opções iniciais atribuídas a cada beneficiário é definido pela CR, no caso dos membros do CA da holding, e pela CE, nos restantes casos;
- O número de opções derivadas a exercer anualmente por cada beneficiário não poderá exceder, no seu conjunto, o número de acções por ele detidas em 28 de Fevereiro do ano em causa, independentemente de as mesmas terem sido ou não adquiridas ao abrigo do Plano;
- O período durante o qual podem ser exercidas as opções iniciais é fixado pela CE, enquanto o período para o exercício das opções derivadas é, sempre, o mês de Março de cada ano;
- As acções assim adquiridas não estão sujeitas a qualquer cláusula de inalienabilidade, ao contrário das opções, as quais não podem ser transmitidas por negócio entre vivos (em caso de morte do beneficiário, apenas é transmitido aos herdeiros o direito de liberação das respectivas opções, o qual se traduz no direito ao recebimento do valor da diferença entre o preço de exercício das mesmas e o preço de mercado das acções à data do óbito);
- O Plano e respectivo Regulamento podem ser revogados ou alterados, a qualquer momento, por decisão da CR, sem prejuízo da manutenção das opções já atribuídas.



Apêndices

Em 2009, no âmbito deste Plano, com um período de exercício que decorreu entre os dias 15 e 20 de Maio, foram atribuídas 339.000 opções iniciais, contemplando 202 administradores e quadros do Grupo. Destes, 190 exerceram parte ou a totalidade dos seus direitos de opção, ao preço unitário de 2,85 euros, adquirindo um total de 326.900 acções. Assim, nos anos de 2010 a 2012, inclusive, e relativamente a esta série, poderão vir a ser exercidas, àquele mesmo preço unitário, um máximo de 980.700 opções derivadas.

EDP

A EDP atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A CR definiu a remuneração a atribuir aos administradores, procurando que a mesma reflecta o desempenho de cada um dos membros do CE em cada ano do mandato (remuneração variável anual), bem como o seu desempenho durante o mandato mediante a fixação de uma componente variável que seja consistente com a maximização da “performance” de longo prazo da Empresa (remuneração variável plurianual).

A política de remuneração em causa correspondia aos termos seguintes:

- Remuneração Fixa – corresponde a 600.000 euros brutos anuais para o Presidente do CE e a 80% daquele montante para os restantes membros do CE;
- Remuneração Variável Anual – para cada um dos membros do CE o seu valor poderá oscilar entre 0 e 100% da remuneração bruta fixa anual, sendo a determinação do respectivo montante efectuada com base nos seguintes indicadores em relação a cada ano do mandato: “performance” relativa do “Total Shareholder Return” do Grupo EDP vs *Eurostoxx Utilities* e PSI-20, capacidade real de criação de valor accionista, crescimento de Margem Bruta, crescimento do Resultado Líquido e crescimento do EBITDA;
- Remuneração Variável Plurianual – igualmente para cada um dos membros do CE, esta componente pode ser estabelecida num montante compreendido entre 0 e 100% da remuneração bruta anual, em função da avaliação anual acumulada da “performance” dos administradores na materialização da sustentabilidade económica do Grupo EDP. A atribuição desta remuneração plurianual, embora calculada anualmente, só se torna efectiva se no final do mandato tiverem sido atingidos, pelo menos, 90% dos objectivos estratégicos fixados, que serão avaliados em função da performance e da comparação com os universos estratégicos de referência. Em concreto a fixação desta componente remuneratória é efectuada com base nos seguintes elementos: “performance” relativa do EBITDA do Grupo EDP vs *Eurostoxx Utilities* e PSI-20 no mandato, capacidade de criação de valor do Grupo EDP no mandato, “performance” relativa de capitalização bolsista do Grupo vs *Eurostoxx Utilities* e PSI-20 no mandato, “performance” do Índice de sustentabilidade aplicado ao Grupo EDP (metodologia DJSI), imagem do Grupo EDP nos mercados nacional e internacional, capacidade de mudança e adaptação a novas exigências do mercado e cumprimentos de metas estratégicas fixadas para o Grupo EDP.



Apêndices

O período temporal considerado para a determinação do valor da componente variável plurianual da remuneração (de 3 anos), a utilização de critérios qualitativos orientados para uma perspectiva estratégica e de médio prazo no desenvolvimento da Empresa, a existência de um limite máximo (“cap”) para a remuneração variável e o peso relativo desta componente no valor global da remuneração constituem elementos determinantes para fomentar um desempenho da gestão da Empresa que não se focalize apenas em objectivos de curto prazo, mas que integre na sua performance os interesses da Sociedade e dos accionistas no médio e longo prazo.

Como elemento da remuneração variável do Presidente do CA, do Presidente da CE e dos vogais da CE que exerceram funções no triénio 2003 a 2005 foi previsto pela CR em funcionamento ao tempo a atribuição de opções relativas a cada ano de acordo com a avaliação qualitativa e quantitativa de cada exercício. De acordo com este plano cada opção de compra pode ser exercida até um máximo de 1/3 em cada um dos primeiros aniversários a contar da data de atribuição. As opções não exercidas no final dos 8 aniversários da data de atribuição caducam.

EDP Renováveis

A EDP Renováveis atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A de todos membros do CA deve ser constituída por uma quantia fixa a ser determinada pela AG e pelas despesas com a participação nas reuniões do Conselho.

O aludido artigo dispõe ainda que os administradores podem ser remunerados através da atribuição de acções da Sociedade, opções de aquisição de acções ou outros valores mobiliários que confirmem o direito à aquisição de acções da Sociedade, ou mediante sistemas remuneratórios indexados ao valor das acções. Em qualquer caso, o sistema escolhido deve ser aprovado pela Assembleia-geral e estar em conformidade com a legislação em vigor.

A remuneração prevista no acordo de serviços de CE está dividida em duas componentes, uma fixa e outra variável. A componente variável está dividida em duas parcelas, uma anual e outra plurianual, calculadas com base nos seguintes elementos: retorno para os accionistas, capacidade para criar valor, aumento da capacidade instalada (*MW*), crescimento dos rendimentos líquidos e EBITDA.

A remuneração do CEO é constituída por uma componente fixa e outra variável. A componente variável está dividida em duas parcelas, uma anual e outra plurianual, calculadas com base nos seguintes elementos: retorno



Apêndices

para os accionistas, capacidade para criar valor, aumentos da capacidade instalada (MW), crescimento dos rendimentos líquidos e EBITDA.

Por outro lado, os administradores não executivos auferem apenas uma remuneração fixa pelas funções desempenhadas enquanto administradores ou, cumulativamente, pela sua participação na CR, na Comissão de Operações de Partes Relacionadas e na Comissão de Auditoria e Controlo.

A EDP Renováveis não implementou quaisquer planos de remuneração de acções ou planos de aquisição de acções como componentes da remuneração dos seus administradores.

Esta comissão definiu a remuneração a atribuir aos administradores, procurando que a mesma reflecta o desempenho de cada um dos membros em cada ano do mandato (remuneração variável anual), bem como o seu desempenho durante o mandato mediante a fixação de uma componente variável que seja consistente com a maximização do desempenho de longo prazo da sociedade (remuneração variável plurianual). Procura-se desta forma o alinhamento do comportamento do CA com os interesses dos accionistas. A declaração sobre a política de remuneração irá ser submetida para apreciação na próxima Assembleia-geral, como ponto separado da ordem do dia e com carácter consultivo. Está actualmente em vigor (sem ter sofrido qualquer alteração), nos termos seguintes:

A remuneração fixa para o CEO corresponde a EUR 384.000 brutos anuais e para os restantes membros será determinada nos termos fixados pelo Grupo EDP.

A remuneração variável anual para cada um dos membros da CE poderá oscilar entre 0 e 100% da remuneração bruta fixa anual. Apenas tem lugar se, pelo menos, forem atingidos 90% dos objectivos estratégicos.

O respectivo montante é determinado com base nos seguintes indicadores em relação a cada ano do mandato: o desempenho relativo do retorno accionista total da EDP Renováveis vs *Eurostoxx Utilities*, PSI-20 e Iberdrola Renováveis 2009, a capacidade real de gerar valor accionista na EDP Renováveis, o aumento da potência (MW) instalada, o crescimento do resultado líquido e o EBITDA da EDP Renováveis em 2009.

A remuneração variável plurianual para cada um dos membros da CE pode ser estabelecida num montante compreendido entre 0% e 100% da remuneração bruta trianual, em função da avaliação anual acumulada do desempenho dos administradores relativamente ao seu contributo para a sustentabilidade económica do Grupo EDP Renováveis. A atribuição desta remuneração plurianual, embora calculada anualmente, só se torna efectiva se no final do mandato tiverem sido atingidos, pelo menos, 90% dos objectivos estratégicos fixados. Tal é avaliado em função do desempenho e da comparação com os objectivos estratégicos de referência. Em concreto, a fixação desta componente remuneratória é efectuada com base nos seguintes elementos: o desempenho relativo da Capitalização Bolsista do Grupo EDP Renováveis vs *Eurostoxx Utilities* e PSI-20 no mandato, a capacidade de gerar valor do Grupo EDP Renováveis, o desempenho do Índice de Sustentabilidade



Apêndices

aplicado à EDP Renováveis (Metodologia DJSI), a imagem do Grupo EDP Renováveis nos mercados nacional e internacional (através de auditorias e inquéritos à marca), a capacidade de mudança e adaptação às novas exigências do mercado (através de inquéritos), o cumprimento das metas estratégicas ao nível nacional e internacional e a evolução durante o respectivo mandato da margem do EBITDA do Grupo EDP Renováveis vs *Eurostoxx Utilities*.

O período temporal considerado para a determinação do valor da componente plurianual da remuneração (de 3 anos), a utilização de critérios qualitativos orientados para uma perspectiva estratégica e de médio prazo no desenvolvimento da Sociedade, a existência de um limite máximo para a remuneração variável e o peso relativo desta componente no valor global da remuneração constituem elementos determinantes para fomentar um desempenho da gestão da Sociedade que não se focalize apenas em objectivos de curto prazo, mas que integre no seu desempenho os interesses da Sociedade e dos accionistas no médio e longo prazo.

Galp

A Galp atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

Os administradores executivos recebem uma remuneração mensal fixa acrescida de uma remuneração anual variável em função do desempenho individual e colectivo. A remuneração dos administradores executivos está sujeita a uma reavaliação anual de modo a assegurar que as condições oferecidas sejam competitivas com as praticadas no mercado para cargos de complexidade e responsabilidade equivalentes. A remuneração total tem uma componente predominantemente pecuniária acrescida dum plano complementar de reforma sob a forma de plano de poupança reforma. Este plano corresponde, de acordo com o fixado pela CR, a 25% da remuneração anual.

Segundo os estatutos, a remuneração dos administradores não poderá exceder 0,5% do resultado líquido do exercício. O desempenho dos administradores executivos é avaliado anualmente em função dos critérios definidos pela CR. Esta avaliação é feita essencialmente com base em três variáveis: (i) a valorização da performance operacional da Empresa, ou *Galp Value Added*, (ii) o EBITDA orçamentado e (iii) a valorização das acções da Galp Energia relativamente às valorizações de empresas comparáveis. A remuneração variável é atribuída em função do grau de cumprimento dos objectivos definidos para cada variável.

Inapa

A Inapa atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. Não existem quaisquer direitos a acções, a opções sobre acções, planos de atribuição de acções ou direitos de adquirir opções sobre



Apêndices

acções ou qualquer outro sistema de incentivo com acções atribuídos aos membros dos órgãos sociais. No exercício de 2009 não foi paga aos membros dos órgãos sociais qualquer remuneração sob a forma de participação nos lucros e ou pagamento de prémios, nem qualquer indemnização, nem é devida qualquer indemnização a ex-administradores executivos.

Jerónimo Martins

A Jerónimo Martins atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

Nos termos das suas competências, a CR estabeleceu os parâmetros de remuneração da *CEcom* base numa componente fixa e outra variável, com o propósito de a tornar competitiva em termos de mercado e de servir de elemento motivador de um elevado desempenho individual e colectivo, que permita estabelecer e atingir objectivos ambiciosos de acelerado crescimento e adequada remuneração do Accionista. Sob proposta do Presidente do CA, a componente variável é aprovada anualmente pela CR, que terá em conta o contributo da CE para a evolução dos negócios na perspectiva do Accionista (EVA) e da cotação das acções da Sociedade no exercício do ano anterior e, ainda, para o grau de realização dos projectos integrados no *Strategic Scorecard* do Grupo. A CR, dentro destas linhas de orientação, define as normas para a atribuição de prémios de desempenho aos Administradores Executivos, atendendo ao grau de realização de objectivos individuais e de negócio.

Em particular, a CR, ao seguir uma prática vigente na Sociedade nos últimos mandatos, tem procurado definir uma política que recompense os Administradores Executivos pelo desempenho da Sociedade no longo prazo e a satisfação dos interesses societários e accionistas dentro deste enquadramento temporal. Assim, a componente variável que é aprovada anualmente pela CR tem em conta a contribuição da CE para a condução dos negócios através: i) da concretização de objectivos de EVA incluídos no Plano de Médio e Longo Prazo aprovado pelo CA; ii) da evolução da cotação das acções; e iii) da implementação de um conjunto de projectos transversais às Companhias do Grupo, que, por terem sido identificados pelo CA como essenciais para assegurar a competitividade futura dos negócios, têm uma calendarização que pode ultrapassar um ano de calendário, sendo a CE responsabilizada por cada fase de cumprimento. Não existe qualquer tipo de plano de atribuição de acções ou opções de aquisição de acções aos Administradores.

Mota-Engil

A Mota Engil atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador)

As compensações são determinadas pela CR, tendo em conta o desempenho individual e a evolução deste tipo de mercado de trabalho. A remuneração é estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses dos



Apêndices

administradores com os da entidade. Em apreciação na assembleia anual, devem ser explicitados aos accionistas os critérios e os principais parâmetros propostos para a avaliação do desempenho para determinação da componente variável, seja ela, prémios em acções, stock options, bónus anuais ou de outras componentes. Com efeito, a componente variável é atribuída anualmente, não existindo qualquer mecanismo de diferimento da mesma que permita um alinhamento a longo prazo. Por outro lado, a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração (excluindo os membros independentes) é composta por uma componente fixa e uma componente variável, em função da performance e do desempenho.

A política de remuneração e compensação dos membros executivos do CA da Sociedade obedece a um plano composto por:

- uma componente fixa definida em função dos níveis de responsabilidade de cada um dos administradores executivos, revista anualmente, e que engloba a remuneração bruta base paga por referência ao período de um ano.
- uma componente variável paga no ano seguinte, a título de prémio de performance tendo em consideração a evolução do seu desempenho, baseada em critérios definidos e revistos anualmente pela CR.

Administradores Não Executivos: Os Administradores não executivos (excluindo os membros independentes) auferem uma remuneração fixa e regular e outra componente variável.

Dirigentes: A CR revê anualmente a política relativamente aos Dirigentes, sendo a remuneração composta por uma componente fixa e uma componente variável, em função da performance e do desempenho.

Não existem quaisquer planos de atribuição de acções ou de direitos de adquirir opções sobre acções ou de qualquer outro sistema de incentivos com acções, sendo que os critérios relativos às componentes variáveis da remuneração dos órgãos de administração.

Portucel

A Portucel atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador. As remunerações variáveis não têm qualquer relação com o desempenho da Empresa mas sim com o envolvimento dos administradores não executivos em comissões especializadas (Comissão do Governo Societário, Comissão de Sustentabilidade, Conselho Ambiental) e no acompanhamento de dossiês concretos, em que pela sua experiência poderão ocasionalmente dar contributos importantes em questões estratégicas para a Sociedade.

A remuneração dos membros executivos do CA será composta por uma parte fixa e por uma parte variável. A remuneração dos membros não executivos do CA será composta apenas por uma parte fixa. Excepcionalmente,



Apêndices

os Administradores não executivos poderão receber uma remuneração extra por trabalhos adicionais solicitados e desempenhados. Nestes casos esta remuneração será separada daquela que já auferem por inerência dos cargos que desempenham.

O processo de atribuição de remunerações variáveis aos membros executivos do CA devera seguir os critérios propostos pela CR, não devendo exceder o valor global de cinco por cento do resultado liquido consolidado em formato IFRS, sem prejuízo de outras ponderações no caso de existência de resultados de natureza muito excepcional.

O valor global da remuneração variável do CA será observado os princípios gerais consignados: funções desempenhadas, situação da sociedade e critérios de mercado.

PT

A PT atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A remuneração dos administradores do Grupo PT segue dois modelos de actuação em função das melhores práticas nacionais e internacionais, nomeadamente:

- Administradores não executivos: A sua compensação está determinada por um fee anual fixado pela CR, sem senhas de presença, que tem em consideração o facto de alguns administradores também exercerem funções em alguma das comissões delegadas do CA, para o ajudar no exercício da sua função de supervisão. Não existe remuneração variável para os administradores não executivos.
- Administradores executivos: A remuneração dos administradores executivos, determinada pela CR, tem em consideração a performance do Grupo PT, no curto e no médio prazo, bem como o desempenho comparável com outras empresas de dimensão e negócio similar.

A remuneração do presidente do CA e da CE, bem como a remuneração dos restantes administradores executivos, é composta por uma vertente fixa e por outra variável, sendo que esta poderá ir até 120% da remuneração fixa de forma anual e até 50% da remuneração fixa em conceito de remuneração variável plurianual. O valor da remuneração fixa dos administradores foi determinado com base num estudo de benchmark levado a efeito por uma empresa internacional de consultoria de Recursos Humanos. Neste estudo, foram analisadas empresas integrantes dos índices PSI20, IBEX35, CAC40, DJ Eurostoxx 50, bem como empresas europeias de telecomunicações comparáveis à Portugal Telecom.

A determinação da remuneração variável anual a atribuir por conta da performance de 2007 tem em consideração a análise de: a) Rácio de “Total Shareholder Return” da PT pelo mesmo conceito do Grupo 2 do DJ Stoxx Telecom, sendo o TSR entendido como o somatório da variação do preço da



Apêndices

acção com o valor dos dividendos por acção; b) Delta de crescimento de receitas consolidadas face ao mesmo grupo de comparação; c) Delta de crescimento de EBITDA face ao mesmo grupo de comparação; d) Controlo de gastos, diminuição de OPEX; e) Crescimento do resultado líquido e *earning per share* (EPS). A determinação da remuneração variável plurianual será calculada anualmente e de forma cumulativa ao longo do mandato e paga na final deste, se a média ponderada de todos os indicadores do mandato for igual ou superior a 80% dos objectivos estabelecidos. Este cálculo anual e cumulativo será feito em função da análise dos seguintes indicadores: a) Evolução do *return on capital employed* (ROCE) do Grupo PT vs. O ROCE do Grupo 2 do DJ Stoxx Telecom no mesmo período; b) Crescimento do resultado líquido e EPS no período; c) Rácio do TSR da PT vs. o do mesmo grupo de comparação mencionado anteriormente no período; d) Evolução do Índice de Sustentabilidade da PT em função da metodologia DJSI; e) Evolução da imagem do Grupo PT, tendo em consideração o crescimento do índice de satisfação dos clientes e colaboradores; f) O cumprimento das metas estratégicas.

As remunerações fixas e variáveis dos dirigentes do Grupo Portugal Telecom, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários, são determinadas, no seio de cada empresa do Grupo, por uma comissão de vencimentos composta por quatro administradores da Portugal Telecom e pelo director corporativo com responsabilidade na área dos Recursos Humanos. As remunerações fixas têm vindo a ser objecto de um processo de harmonização interna, o qual tem em conta as funções exercidas por cada dirigente e as empresas onde as mesmas são desempenhadas, tendo igualmente vindo a ser realizado um benchmark com empresas similares. As remunerações variáveis dos dirigentes são determinadas pelas referidas comissões de vencimentos das subsidiárias com base nos respectivos resultados, tendo em consideração indicadores quantitativos, nomeadamente operacionais (tais como *ARPU*, *Churn*, *Net Adds*) e financeiros (tais como EBITDA, CAPEX e OPEX), e indicadores de natureza qualitativa (tais como competências de gestão e liderança), os quais são ponderados conjuntamente com a natureza das funções exercidas e a importância relativa da empresa em causa na estrutura do Grupo Portugal Telecom.

Não existem quaisquer planos de atribuição de acções, de opções de aquisição de acções ou outro sistema de incentivos com acções, nem quaisquer prémios ou benefícios não pecuniários de qualquer natureza, incluindo a participação nos lucros.

REN

A REN atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A remuneração atribuída aos administradores executivos da REN inclui uma componente fixa e uma componente variável, conforme deliberação da CR de 23 de Abril de 2007. É disponibilizada aos administradores



Apêndices

executivos a utilização de viatura e telemóvel para o desempenho das suas funções. Os administradores não executivos auferem uma remuneração fixa. Não existem regimes complementares de pensões ou de reforma antecipada para os administradores. A remuneração total foi estabelecida para entrar em vigor a partir do início do mandato e com a ponderação de diversos elementos, incluindo:

- políticas seguidas em empresas do sector, salvaguardadas as diferentes especificidades e dimensões;
- adopção de um modelo que estimula a melhoria da performance e a criação de valor, apontando-se para a existência de uma componente fixa e uma componente variável.

As remunerações variáveis máximas efectivamente atribuídas ao presidente do CA/CE e a cada um dos administradores executivos foram fixadas em valores idênticos ao da componente fixa.

A remuneração dos membros do CA comporta exclusivamente uma componente fixa, salvo no caso dos membros da comissão executiva em que também se aplica uma eventual componente variável.

A ponderação na fixação da componente variável da remuneração dos membros da CE de objectivos como a ininterruptibilidade dos serviços de electricidade e de gás e a manutenção e desenvolvimento de uma imagem e sustentabilidade favoráveis para além da criação de valor e a promoção da eficiência constituem mecanismos destinados a permitir promover um adequado alinhamento com os interesses de médio e longo prazo da sociedade e dos accionistas.

O pagamento de 50% da componente variável da remuneração dos membros da CE, caso devido, será efectuado após decisão da comissão a tomar após a aprovação das contas do exercício, sendo os 50% remanescentes diferidos para o final do ano subsequente ao termo formal do mandato.

Semapa

A Semapa atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A remuneração variável engloba uma participação nos resultados estatutariamente limitada a 5% dos resultados líquidos para o conjunto dos administradores. Não existe nenhuma definição formal de tratamento remuneratório distinto entre administradores executivos e não executivos, sendo essa circunstância ponderada de forma geral na fixação dos vários valores, tal como são ponderadas entre os não executivos as características efectivas da sua proximidade e contributo à actividade da sociedade. No que respeita à avaliação do desempenho dos administradores para efeitos remuneratórios, não existe nenhuma comissão com competência específica nesta matéria para além da própria CR. É esta Comissão que faz a avaliação necessária à fixação das remunerações fixas e variáveis.



Apêndices

A remuneração variável previsível é provisionada nas contas do exercício a que diz respeito e é posteriormente fixada pela CR, respeitando o limite consignado nos estatutos, que determinam: "A remuneração pode ser constituída por uma parte fixa e uma parte variável, que englobará uma participação nos lucros, não podendo esta participação nos lucros ser superior, para o conjunto dos administradores, a cinco por cento do resultado líquido do exercício anterior."

O pagamento da remuneração variável não é diferido, sendo paga no exercício em que é deliberado o seu pagamento. Na sociedade não existem benefícios de natureza não pecuniária nem outros prémios ou benefícios pecuniários para além das remunerações indicadas. Não existem também na sociedade direitos de aquisição de acções ou opções sobre acções ou outro sistema de incentivos com acções, tal como não existem indemnizações pagas ou devidas a ex-administradores executivos relativamente à cessação das suas funções durante o exercício.

Sonae

A Sonae atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A remuneração anual e outros elementos do pacote remuneratório é assente em critérios distintos, consoante se trate de administrador executivo ou não executivo.

Administradores não executivos

A remuneração dos administradores não executivos é paga numa base fixa trimestral. O valor acordado tem por base o valor de mercado praticado em sociedades comparáveis. Não se encontram previstas quaisquer formas de remuneração variável aplicáveis a administradores não executivos. O Presidente do CA recebe unicamente uma remuneração fixa, decidida exclusivamente pela CR. Para cada administrador não executivo, a remuneração fixa inclui parcela que diz respeito a honorários de comparência durante 2009, incluindo a preparação e a presença em, pelo menos, cinco reuniões do CA em cada ano (aproximadamente 15% da remuneração é paga como honorários de comparência). Os honorários de comparência dos administradores não executivos são pagos da seguinte forma: reuniões do CA €930; reuniões da CAF €640; e reuniões da CNR: €390. O presidente do CA apenas auferir honorários de comparência em reuniões de CA. A remuneração fixa pode ser incrementada até 6% para os administradores não executivos que presidam a uma comissão de CA. Adicionalmente, é paga a todos os administradores uma remuneração anual pela responsabilidade assumida, em valor que varia entre €1.900 e €3.000.



Apêndices

Administradores executivos

A política de remuneração dos administradores executivos visa assegurar uma contrapartida adequada e rigorosa do desempenho e contribuição de cada administrador para o sucesso da organização, alinhando os interesses dos administradores executivos com os dos accionistas e da sociedade.

As propostas de remuneração dos administradores executivos são elaboradas, tendo em conta: Comparações de mercado global; Práticas de empresas comparáveis; Responsabilidades e avaliações individuais do desempenho de cada administrador executivo.

A remuneração é composta por uma componente fixa e uma variável, nos seguintes termos: Remuneração fixa, acordada numa base anual, sendo o pagamento efectuado em 14 prestações mensais; Remuneração variável, de curto prazo, ou de médio prazo.

A remuneração variável pode ser paga em dinheiro, em acções, ou ainda em dinheiro e acções. Não existe actualmente qualquer plano de atribuição de opções para aquisição de acções. A Sonae não tem qualquer regime complementar de pensões ou de reforma antecipada para administradores e não há qualquer benefício não pecuniário relevante.

Descrição das componentes remuneratórias

(i) Remuneração Fixa

A remuneração e outros elementos do pacote remuneratório do administrador executivo são definidos em função do nível de responsabilidade do membro do CA e sujeitos a uma revisão anual. Cada administrador é classificado num “grupo funcional” que tem por base o modelo internacional Hay, o que permite facilitar comparações de mercado.

(ii) Remuneração variável

A remuneração variável visa orientar e recompensar a administração pelo cumprimento de determinados objectivos. Subdivide-se em duas parcelas iguais, sendo uma de curto prazo e outra de médio prazo. A remuneração variável tem natureza discricionária e, dado que a atribuição do respectivo valor está dependente da consecução de objectivos, o seu pagamento não se encontra garantido.

- A remuneração variável de curto prazo tem o objectivo de incentivar e recompensar a consecução de objectivos anuais integrados no plano anual da companhia, previamente fixados e associados a indicadores chave de desempenho (*Key Performance Indicators*). A remuneração variável de curto prazo é anual, sendo definida como uma percentagem da remuneração base fixa que varia entre 33% e



Apêndices

75%. Deste montante, cerca de 70% é determinado pelos KPI's de negócio, isto é, indicadores objectivos, tais como indicadores económicos e financeiros definidos com base no orçamento; no desempenho de cada unidade de negócio, assim como no desempenho consolidado da Sonae. A avaliação destes KPI's pode variar entre 0% e 160 % do objectivo previamente definido. Os restantes 30% são determinados pela verificação do cumprimento de KPI's pessoais, incluindo, quer indicadores objectivos, quer indicadores subjectivos. A avaliação destes KPI's pode variar entre 0% e 120 % do objectivo previamente definido. Reunindo ambas as componentes, o valor do prémio tem como limite mínimo 0% e máximo 148% do objectivo de prémio previamente definido.

- A remuneração variável de médio prazo visa alinhar os interesses do administrador com os objectivos estratégicos da organização, promover a lealdade e reforçar a percepção da importância do desempenho para o sucesso da Sonae, medido pela capitalização em bolsa.

São elegíveis para a atribuição da componente da remuneração variável de médio prazo os administradores nomeados até 31 de Dezembro do ano anterior. Esta componente da remuneração variável é igualmente atribuída anualmente e reporta-se ao desempenho do exercício do ano anterior. O pagamento é diferido por um período de três anos, sendo realizado nos meses de Março ou de Abril.

O cálculo é efectuado em função do desempenho da empresa, sendo esse desempenho medido através de determinados indicadores e influenciado através do preço das acções, distribuição de dividendos e alterações ao capital social. Para o apuramento do valor da remuneração variável de médio prazo é considerado o quociente entre o valor atribuído e a cotação média das acções no mês anterior ao da atribuição.

O vencimento desta componente da remuneração variável encontra-se condicionado à manutenção do vínculo profissional entre o administrador e a empresa pelo período de três anos após a sua atribuição. Desta forma, a remuneração variável de médio prazo cessa com a saída do administrador da Sonae. No entanto, este direito mantém-se em caso de morte ou invalidez permanente, sendo o valor pago ao administrador ou aos herdeiros, consoante os casos, no momento normal de pagamento.

Sonae Industria

A Sonae Industria atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A política de remuneração e compensação da Sonae Indústria, é baseada no pressuposto de que a iniciativa, o esforço e o empenho são os fundamentos essenciais de um bom desempenho. Por essa razão devem ser anualmente avaliados a actividade, a performance e o contributo individuais para o sucesso colectivo, que necessariamente condicionarão a atribuição da remuneração variável e outras compensações a cada pessoa. No que respeita ao órgão de administração da Sonae Indústria, a política aprovada estabelece o seguinte:



Apêndices

Administradores executivos

A remuneração e compensação dos administradores executivos (AE) inclui:

- Uma componente fixa, que engloba a Retribuição Base, que é paga por referência ao período de um ano (os vencimentos são pagos em 12 meses), um subsídio de responsabilidade anual e um conjunto de benefícios de acordo com as práticas correntes do mercado,
- Um Prémio de Desempenho Anual variável e pago no primeiro trimestre do ano seguinte àquele a que respeita, e
- Uma terceira componente discricionária variável, atribuível no primeiro trimestre do ano seguinte àquele a que respeita, sob a forma de remuneração diferida ao abrigo do Plano de Incentivos de Médio Prazo, que se vencerá no segundo aniversário da data da sua atribuição.

Os pacotes remuneratórios e compensatórios individuais são definidos em função dos níveis de responsabilidade de cada AE e serão revistos anualmente.

Os Prémios de Desempenho Anual visam recompensar o atingimento dos vários objectivos definidos anualmente, que se encontram ligados aos “*Key Performance Indicators of Business Activity*” (*Business KPIs*) e aos “*Personal Key Performance Indicators*” (*Personal KPIs*). O prémio objectivo a atribuir será baseado numa percentagem da componente fixa, que variará entre 40% e 60%. Os *Business KPIs*, que incluem indicadores económicos e financeiros, serão baseados em orçamentos aprovados, performance da unidade de negócio individual e performance do Grupo, fundamentam 70% do Prémio de Desempenho Anual e constituem indicadores objectivos. Os restantes 30% derivam dos *Personal KPIs*, com ênfase em indicadores subjectivos. Os valores pagos basear-se-ão no desempenho real e poderão variar entre 0% e 140% do prémio objectivo fixado.

O Plano de Incentivos de Médio Prazo destina-se a recompensar a lealdade dos AE, alinhando os seus interesses com os dos accionistas, e aumentando a consciencialização da importância do respectivo desempenho para o sucesso global da nossa organização. Actualmente, os valores objectivos são definidos como uma percentagem do Prémio de Desempenho Anual objectivo. Para os administradores executivos, tais valores representam entre 50% e 100% do Prémio de Desempenho Anual objectivo. Os valores atribuídos derivam de um ou mais KPI's alinhados com a criação de valor para os accionistas e idênticos para todos os AE.

Administradores não executivos

A remuneração dos administradores não executivos (ANE) é estabelecida em função de dados de mercado, segundo os princípios:

- Atribuição de uma remuneração fixa (da qual cerca de 15% paga a título de remuneração de presença nas reuniões);



Apêndices

- Atribuição de um subsídio de responsabilidade anual não sendo atribuível qualquer outro valor a título de remuneração ou outra compensação variável aos ANE. Esta remuneração fixa pode ser incrementada de até 6% para os ANE que presidam a uma Comissão do CA. Acresce que o incentivo de médio prazo acima referido para os AE e que é pago no segundo aniversário da data da sua atribuição, está condicionado à continuidade de funções do respectivo administrador na data do seu pagamento, dependendo assim da sustentabilidade da gestão da empresa a longo prazo.

Sonae.com

A Sonae.com atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

A política de remuneração para todos os colaboradores do Grupo Sonae.com tem duas componentes:

- Uma componente fixa, na forma de um salário anual (paga 14 vezes por ano, em Portugal);
- Um “prémio de desempenho” pago no primeiro trimestre do ano seguinte.

Adicionalmente uma terceira componente pode ser atribuída, discricionariamente, no dia 10 de Março do ano seguinte, aos colaboradores seniores (“Grupos Funcionais” ou “GF” 1 a 6), sob a forma de benefícios diferidos no âmbito dos “Planos de Incentivo de Médio Prazo” (“PIMP da Sonae.com”).

Remuneração fixa

A remuneração anual e outros elementos do pacote de benefícios são definidos em função dos níveis de responsabilidade dos colaboradores e são revistos anualmente. Cada colaborador é classificado de acordo com a grelha “Nível de Grupos Funcionais da Sonae.com”, concebida com base no modelo internacional da Hay para a classificação de funções corporativas e com o objectivo de facilitar comparações entre mercados, bem como promover a equidade interna.

Prémio de Desempenho Anual

O prémio de desempenho anual visa retribuir o cumprimento de determinados objectivos anuais previamente fixados, associados a indicadores-chave de negócio (“*Key Performance Indicators*”), quer da empresa, quer pessoais.

O valor objectivo atribuído corresponde a uma percentagem da remuneração base fixa, que varia entre 15% e 70%, de acordo com o grupo funcional. Deste montante, 70% é determinado pelos KPIs da empresa, isto é, indicadores objectivos, tais como indicadores económicos, operacionais e financeiros definidos com base no



Apêndices

orçamento, no desempenho das acções da Empresa em bolsa, no desempenho de cada unidade de negócio do Grupo, assim como no desempenho do Grupo em geral.

Os restantes 30% são determinados pelos KPIs pessoais, incluindo indicadores objectivos e subjectivos. Os valores reais atribuídos têm por base o desempenho real e podem atingir um valor entre 0% e 120% do valor objectivo relativamente a KPIs de negócio e entre 0% e 120% do valor objectivo relativamente a KPIs pessoais. Reunindo ambas as componentes, o nível mais elevado aplicável a qualquer indivíduo é entre 0% a 120% do valor objectivo.

Em 2009, os KPIs de negócio e respectiva ponderação foram os seguintes: Descrição de indicadores Peso Relativo, Volume de negócios, 30% EBITDA, 30% Dívida Líquida, 30% Performance relativa da cotação 10%.

Plano de incentivo de médio prazo (“PIMP”)

Os planos de benefícios diferidos são atribuídos de forma discricionária e baseados no valor das acções da Empresa, sendo diferidos por um período de três anos entre a data de atribuição e a data de vencimento. A atribuição é efectuada em Março de cada ano, em relação à performance do ano anterior. Os valores atribuídos resultam do valor do Prémio de Desempenho real para o ano a que este se refere. Historicamente, os valores eram atribuídos no dia 31 de Março de cada ano, mas a partir de 2006, a data de atribuição foi alterada para 10 de Março ou o último dia útil anterior. As datas de exercício para todos os planos também foram ajustadas em conformidade.

Como o PIMP é baseado em acções, o CA decidiu que o seu regulamento deveria ser apresentado aos accionistas, para aprovação na AG de Accionistas em 2007, de forma a cumprir com as melhores práticas de Governo das Sociedades. O PIMP foi aprovado pelos accionistas na AG Anual realizada em 2 de Maio de 2007.

Os PIMP têm como objectivo a fidelização dos colaboradores, alinhando os seus interesses com os dos accionistas, e procurando aumentar a concepção dos colaboradores sobre a sua importância na obtenção dos resultados da empresa, reflectida através do comportamento das acções da Sonae.com em bolsa.

Avaliação dos PIMP

Todos os colaboradores com Níveis Funcionais GF1 a GF6, podem participar nos PIMP, desde que a sua entrada no Grupo ocorra até 31 de Dezembro do ano de desempenho ou sejam promovidos para GF6, ou para nível superior, na revisão anual ocorrida no primeiro trimestre do ano de desempenho.

O valor do prémio atribuído é calculado aplicando as percentagens seguintes ao Prémio de Desempenho pago, relativamente ao exercício do ano anterior, de acordo com o nível de função do colaborador:



Apêndices

Grupos Funcionais Sonae.com (Os Grupos Funcionais ou “GF” são atribuídos de acordo com o modelo Hay, um modelo internacional de classificação de funções empresariais. A Sonae.com definiu internamente que os administradores com níveis de funções iguais ou superiores a GF3 poderão integrar a CE das empresas do Grupo Sonae.com) Percentagem do bônus de desempenho anual GF6 Até 70% GF5 Até 80% GF4 Até 90% GF3 Até 100% GF2 100% GF1 100%

Para os colaboradores da Sonae.com com um nível de função correspondente a Executivo Sênior do Grupo (GF1), os PIMP incluem uma parte relacionada com as acções da Sonae SGPS (“Planos de Acções da Sonae SGPS”), montante que pode representar até 40% do valor total atribuído em cada ano. Para os colaboradores da Sonae.com com um nível de função correspondente a Executivo Sênior (GF2), os PIMP incluem também uma parte relacionada com as acções da Sonae SGPS, montante que, nesse caso, pode representar até 30% do valor total. Este incentivo foi criado pela Sonae.com, com o objectivo de promover a cooperação, maximizar as sinergias do Grupo e incentivar a partilha de conhecimento entre a Sonae.com e a Sonae SGPS, o nosso maior accionista de referência. Para os colaboradores com um nível de função igual ou superior ao nível de Executivo Sênior (GF1 e GF2), com funções executivas na Sonae.com ou em qualquer uma das suas subsidiárias, o PIMP atribuído é igual ao bônus de desempenho anual.

O valor intrínseco dos direitos a acções diferidas é calculado através da divisão do valor do PIMP atribuído pelo valor da acção no mês anterior à atribuição. No entanto, para o Plano 2006, o valor da acção foi calculado com base na média das cotações entre os dias 3 de Março e 5 de Abril de 2007, devido ao desfecho da oferta pública de aquisição da Portugal Telecom, tendo sido aprovado pela Comissão de Nomeações e Remunerações. No vencimento, o número de acções correspondente ao número inicial de acções, ajustado pelo efeito de dividendos e outras alterações ao capital social emitido, são transferidas para os seus beneficiários no terceiro aniversário da data de atribuição, a custo zero. A empresa tem a opção, sujeita à aprovação da Comissão de Nomeações e Remunerações, de pagar em dinheiro o valor equivalente ao valor das acções, à data de vencimento.

Acordos de cobertura e impacto contabilístico

A Sonae.com celebrou acordos para cobrir o risco de execução e de variação de preço dos planos de acções, até ao Plano de 2008 (inclusive). Os planos de acções foram cobertos através de acções próprias adquiridas entre 2007 e 2009 e mantidas pela Sonae.com. Os planos de acções da Sonae SGPS foram cobertos através de um contrato de swap com liquidação financeira com uma entidade externa. Por sua vez, a Sonae.com celebrou contratos com as suas subsidiárias, através dos quais passa as responsabilidades correspondentes para cada empresa.



Apêndices

No decurso do ano, o CA da Sonae.com decidiu converter o pagamento, em dinheiro, dos seus planos de acções para pagamentos em acções, pois tal opção está considerada nos respectivos planos. Para os Planos da Sonae.com, o total da responsabilidade é calculada com base na cotação da acção a 2 de Janeiro de 2009, data em que se tornou efectiva a alteração da forma de liquidação dos planos de acções, com excepção do plano atribuído em 2009, cuja responsabilidade foi calculada com base na cotação à respectiva data de atribuição. O total da responsabilidade relativa aos planos mencionados é de 2.977.695 euros e foi registada na rubrica 'Reservas'.

Os planos de acções da Sonae SGPS correspondem à entrega de acções da Sonae SGPS. No entanto, uma vez que estas são atribuídas pela Sonae.com e não pela Sonae SGPS, os planos são tratados como planos baseados em dinheiro. Tendo em consideração os contratos de swap estabelecidos para cobrir estes planos, a responsabilidade é registada em "Outros passivos" com um valor por acção máximo de 1,761 euros, 1,074 euros e 0,6636 euros, respectivamente para o PIMP de 2006, 2007 e 2008. Em 31 de Dezembro de 2009, o montante total contabilizado é de 471.160 euros.

Os gastos dos PIMP são contabilizados ao longo dos seus respectivos períodos de diferimento. Em 31 de Dezembro de 2009, foram registados em gastos 23,4 milhões de euros (2,2 milhões de euros em 2009 e 21,2 milhões de euros em anos anteriores).

Remunerações e outras compensações auferidas pelo Conselho de Administração

A política de remunerações dos membros dos órgãos de administração do Grupo tem como objectivo remunerar de forma justa, eficiente e competitiva, tendo em atenção o desempenho individual de cada membro, quer no âmbito de cada Empresa subsidiária, quer no Grupo como um todo. A CR da Sonae.com é responsável pela aprovação da remuneração e outras compensações do CA, incluindo os Administradores Executivos e Não-Executivos, no seguimento da política de remuneração e outras compensações aprovadas pelos accionistas em AG.

Administradores Executivos

As propostas de remuneração e outras compensações dos Administradores Executivos (excluindo o CEO) são baseadas na proposta do CEO do Grupo e preparadas com base em: (i) Comparações de mercado; (ii) Comparações efectuadas dentro do leque de empresas do Grupo Sonae; (iii) Avaliação individual de cada Administrador Executivo.

Os Administradores Executivos recebem, para além da remuneração fixa e do prémio de desempenho anual, o prémio de desempenho diferido, no âmbito dos Planos de Incentivo de Médio Prazo da Sonae.com (PIMP), tal como descrito abaixo.



Apêndices

CEO e Administradores Não-Executivos

A remuneração e outras compensações do CEO e a remuneração fixa para os Administradores Não-Executivos (com exclusão do Presidente) são baseadas em propostas feitas pelo Presidente da Sonae.com. A remuneração do Presidente é decidida pelo outro membro independente da CR. Para o CEO, a metodologia utilizada é a mesma que para os Administradores Executivos. Os Administradores Não-Executivos não recebem Prémios de Desempenho Anual nem participam no PIMP da Sonae.com.

Em relação aos Administradores Não-Executivos, a remuneração fixa pressupõe um compromisso de tempo em 2009, no sentido de preparar e participar em pelo menos cinco reuniões do CA, em cada ano. Adicionalmente, os membros das Comissões do CA beneficiam de um acréscimo à sua remuneração base de aproximadamente 5%. São ainda pagas senhas de presença pelas reuniões em que cada um dos Administradores Não-Executivos participe, tal como aqui se descreve: reuniões do CA, 940 euros, reuniões da Comissão de Auditoria e Finanças, 650 euros, e reuniões da Comissão de Nomeações e Remunerações, 390 euros. O Presidente do CA não recebe senhas de presença pela sua participação em reuniões do CA. Por outro lado, cada Administrador Não-Executivo teve direito, em 2009, a um subsídio de responsabilidade anual no valor de 1.900 euros. A Comissão de Nomeações e Remunerações poderá definir remunerações adicionais para projectos específicos designados individualmente a Administradores Não-Executivos por parte do CA ou das suas Comissões.

Em caso de destituição dos membros do CA, é política do Grupo o pagamento das compensações previstas na lei, podendo em cada situação ser negociado um valor diferente e que se considere ser o mais adequado por ambas as partes. Os membros do CA não recebem qualquer compensação adicional, aplicando-se os mesmos critérios dos restantes colaboradores.

Participação dos Administradores no PIMP

Os Administradores Executivos auferem compensações no âmbito dos PIMP. Os Administradores Não-Executivos não participam nos PIMP. Não existem condições de performance associadas aos PIMP para além da evolução futura das acções, uma vez que estes prémios são baseados no bónus relativo à performance individual e para o qual os KPIs foram já cumpridos.

ZON

A ZON atendeu à CMVM e já colocou a remuneração individual de cada Administrador.

As boas práticas dos sistemas de remuneração, ao nível de empresas cotadas, aconselham cada vez mais modelos integrando diferentes componentes: uma componente fixa, funcionando como remuneração “base”, e



Apêndices

outra variável, que poderá passar pela atribuição de um bónus anual e/ou pela implementação de planos e atribuição de acções.

Particularizando as componentes do sistema de compensação da ZON Multimédia para os membros executivos da Administração, refira-se que a compensação fixa teve em conta o benchmarking relativamente aos valores de mercado praticados por empresas comparáveis.

A remuneração variável associada ao cumprimento de objectivos de gestão é exercida através de duas componentes: o Bónus anual e o Plano de Atribuição de Acções.

O Bónus anual, assegurando o alinhamento com os resultados, procura também garantir a maximização do desempenho de longo prazo da Empresa.

Os membros não executivos do CA, pelo facto de não terem responsabilidades na operacionalização das estratégias definidas, dispõem de um sistema de compensação que não prevê nenhuma das componentes da remuneração variável, incluindo apenas uma componente fixa.

A determinação da remuneração variável foi efectuada com base na performance da ZON Multimédia medida através de indicadores de negócio previamente definidos, e que no ano em análise foram os agregados Variação de Receitas, Variação de EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), RGU's (*Revenue Generating Unit*) para além do CAPEX (*Capital Expenditure*).

Por sua vez, a componente associada ao Plano de Atribuição de Acções tem por intenção, para além do cumprimento dos objectivos já mencionados para o bónus anual, garantir igualmente o alinhamento com a criação de valor accionista e do fortalecimento de mecanismos de fidelização.

Estão em vigor dois Planos, um denominado por "Executivo Sénior" e outro por "Standard".

A Remuneração variável, através das componentes acima referidas, procura consolidar uma correcta política de fixação de objectivos com sistemas que premeiem devidamente a capacidade de execução e de obtenção de performances ambiciosas, que desincentivem políticas de curto prazo, fomentando antes o desenvolvimento de políticas sustentáveis de médio e longo prazo.

O Plano de Atribuição de Acções ou Opções em vigor no Grupo ZON Multimédia, submetido e aprovado na Assembleia-geral de 21 de Abril de 2008, com menção de todos os elementos necessários à sua apreciação (incluindo o respectivo regulamento), tem como objectivos:

- A fidelização dos colaboradores das diversas sociedades integrantes do Grupo;
- O estímulo à capacidade criativa e produtiva dos mesmos, fomentando dessa forma os resultados empresariais;



Apêndices

- A criação de condições favoráveis de recrutamento de quadros dirigentes e trabalhadores de elevado valor estratégico;
- O alinhamento dos interesses dos colaboradores com os objectivos empresariais e os interesses dos accionistas da ZON, premiando o seu desempenho em função da criação de valor para os accionistas da ZON, reflectida na valorização em Bolsa das suas acções.

Este Plano, pioneiro em Portugal, aplicável à generalidade dos colaboradores (incluindo, os

Administradores Executivos e os demais Dirigentes da Sociedade na acepção do n.º 3 do artigo

248.º-B do Cód.VM), é uma consequência de um dos pilares do Plano Estratégico, aprovado para o triénio 2008/2010, de fazer da ZON Multimédia uma empresa de referência em matéria de desenvolvimento profissional e pessoal e estimular o desenvolvimento e a mobilização dos colaboradores em torno de um projecto comum. O Regulamento do Plano de Atribuição de Acções ou Opções da ZON Multimédia, aprovado na AG de 21 de Abril de 2008, encontra-se disponível para consulta no website da Sociedade.

A ZON Multimédia definiu os seguintes três tipos de planos no âmbito dos quais será atribuído um número máximo de acções. Este número é aprovado, anualmente, pelo CA e está dependente exclusivamente do cumprimento dos objectivos estabelecidos para a ZON Multimédia e da avaliação de desempenho individual.

Plano de Acções “Standard”

Plano de atribuição de Acções dirigido aos colaboradores, independentemente das funções que os mesmos desempenhem, que sejam seleccionados pela CE (ou pela CR, sob proposta do Presidente do CA, se o beneficiário for membro da CE da ZON Multimédia). O período de empossamento das acções deste Plano estende-se por cinco anos, iniciando-se o respectivo empossamento doze meses decorridos sobre o período a que se refere a respectiva atribuição, a uma taxa de 20% por ano. Esta nova filosofia de compensação, integrando os programas de Acções abaixo referidos, além de permitir alinhar os colaboradores com a criação de valor accionista, constituir um importante mecanismo de fidelização e um incentivo à poupança, reforçará igualmente a cultura de performance do Grupo ZON, uma vez que a sua atribuição está dependente do cumprimento dos respectivos objectivos. Fazer da ZON Multimédia uma referência em termos de práticas internacionais de remuneração, adoptando os melhores modelos das empresas líderes de mercado, é o grande objectivo deste projecto que se reparte em três grandes vectores: alinhamento com estratégias ganhadoras e sustentáveis, motivação dos colaboradores e partilha de valor criado.

Plano de Acções “Executivos Seniores”

Plano de atribuição de Acções e/ou Opções dirigido aos colaboradores, qualificados como Executivos Seniores, que sejam seleccionados pela CE (ou pela CR sob Proposta do Presidente do Conselho CA, se o beneficiário for



Apêndices

membro da CE da ZON Multimédia). Neste Plano o período de empossamento das acções estende-se genericamente pelo período de três anos, iniciando-se o empossamento efectivo das acções 12 meses após a data a que se refere a respectiva atribuição, à razão de 1/3 por ano.

Plano de Poupança em Acções

Plano de Investimento em Acções dirigido à generalidade dos colaboradores do Grupo, independentemente das funções exercidas pelos mesmos, ao qual os mesmos poderão aderir sem necessidade de qualquer avaliação prévia. Os colaboradores, cumprindo os requisitos internos definidos, podem investir no Plano de Poupança em “Acções” até 10% do seu salário anual, num máximo de 7.500 Euros por ano, sendo as acções adquiridas com um desconto de 10%.

Condições de atribuição

Compete ao CA aprovar o número de Acções e/ou Opções que podem ser atribuídas em cada Plano previsto no respectivo Regulamento, com base na avaliação anual de performance da ZON Multimédia.

Compete à CE seleccionar os beneficiários de cada Plano e deliberar casuisticamente sobre a atribuição de Acções aos colaboradores elegíveis. No que diz respeito aos membros da CE esta competência pertence à CR.

Restrições à transmissão das acções

Os direitos a acções atribuídos só podem ser alienados após o respectivo empossamento, cujo período difere de acordo com o Plano de Acções, sendo de 3 anos no Plano para Executivos Seniores e de 5 anos no Plano Standard, de acordo com as condições acima explicitadas.

Competência do órgão de administração para modificação dos Planos

A Competência para alterar os Planos de Acções é da Assembleia-geral, sem prejuízo desta ter autorizado o CA a introduzir os ajustamentos ao respectivo Regulamento que se revelem necessários ou convenientes à sua boa interpretação, integração ou aplicação, desde que tais ajustamentos não afectem as condições essenciais nele previstas.

Atribuição de Opções

A atribuição de Opções, exclusiva do Plano para Executivos Seniores, consiste no direito de comprar um determinado número de acções da ZON multimédia, por um preço fixado previamente, dentro ou no final de um certo período de tempo. Aos beneficiários do Plano para Executivos Seniores é-lhes permitido seleccionar a composição do Plano entre acções e opções, de forma a adaptá-lo ao seu perfil de risco. Neste Plano, poder-se-á optar pelas seguintes composições: (i) 50% de acções e 50% de opções (ii) 75% de acções e 25% de opções



Apêndices

e (iii) 100% de acções. As opções podem ser exercidas após o seu empossamento e durante um período de 5 anos.

O valor económico das Opções corresponde ao preço de mercado da dita Opção ou, na sua inexistência, ao valor determinado pelo modelo matemático da *Black-Scholes*.

O preço de exercício das Opções corresponde à média ponderada das cotações de fecho das acções da ZON Multimédia nos 15 dias úteis anteriores à data da respectiva atribuição.

Por deliberação do CA, foi decidido não considerar a possibilidade de exercício de Opções ao abrigo do Plano para Executivos Seniores, no período 2008/2009.

NOTA:

Todos os dados foram retirados os respectivos Relatório e Contas das Sociedades analisadas nos anos de 2007, 2008 e 2009.



Apêndice 2 – IFRS 2 - Pagamento com base em Acções

O objectivo desta IFRS é especificar o relato financeiro por parte de uma entidade quando esta empreende uma transacção de pagamento com base em acções. Em particular, ela exige que uma entidade reflecta nos seus lucros ou prejuízos e posição financeira os efeitos das transacções de pagamento com base em acções, incluindo os gastos associados a transacções em que opções sobre acções são concedidas aos empregados.

A IFRS exige que uma entidade reconheça as transacções de pagamento com base em acções nas suas DF, incluindo transacções com empregados ou outras partes a serem liquidadas em dinheiro, outros activos, ou instrumentos de capital próprio da entidade. Não há excepções a esta IFRS, a não ser para transacções às quais se apliquem outras Normas.

Isto também se aplica a transferências de instrumentos de situação líquida da empresa-mãe da entidade, ou instrumentos de situação líquida de outra entidade do mesmo grupo da entidade, a partes que tenham fornecido bens ou serviços à entidade.

1 Mensuração

A IFRS define princípios de mensuração e requisitos específicos para três tipos de transacções de pagamento com base em acções:

- (a) transacções de pagamento com base em acções e liquidadas com capital próprio, em que a entidade recebe bens ou serviços como retribuição por instrumentos de capital próprio da entidade (incluindo acções ou opções sobre acções);
- (b) transacções de pagamento com base em acções e liquidadas financeiramente, em que a entidade adquire bens ou serviços incorrendo em passivos para com o fornecedor desses bens ou serviços por quantias que se baseiam no preço (ou valor) das acções da entidade ou de outros instrumentos de situação líquida da entidade;
- (c) transacções em que a entidade recebe ou adquire bens ou serviços e os termos do acordo proporcionam à entidade ou ao fornecedor desses bens ou serviços a escolha de a entidade liquidar a transacção em dinheiro ou mediante emissão de instrumentos de capital próprio.

Não se aplica a transacções de pagamento com base em acções em que a entidade recebe ou adquire bens ou serviços de acordo com um contrato dentro do âmbito dos parágrafos 8-10 da IAS 32 Instrumentos Financeiros:



Apêndices

Divulgação e Apresentação e dos parágrafos da IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração

2 Reconhecimento

Uma entidade deve reconhecer os bens ou serviços recebidos ou adquiridos numa transacção de pagamento com base em acções quando obtiver os bens ou à medida que receber os serviços. A entidade deve reconhecer um aumento correspondente no capital próprio se os bens ou serviços foram recebidos numa transacção de pagamento com base em acções e liquidada com capital próprio, ou um passivo se os bens e serviços foram adquiridos numa transacção de pagamento com base em acções e liquidada em dinheiro.

Quando os bens ou serviços recebidos ou adquiridos numa transacção de pagamento com base em acções não se qualificam para reconhecimento como activos, devem ser reconhecidos como gastos.

3 Transacções de pagamento com base em acções e liquidadas com CP

A IFRS exige que uma entidade mesure os bens ou serviços recebidos, e o correspondente aumento no capital próprio, directamente, pelo justo valor dos bens ou serviços recebidos, a não ser que o justo valor não possa ser estimado com fiabilidade. Se for o caso, à entidade é exigido que mesure o seu valor, e o correspondente aumento no capital próprio, indirectamente, por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos.

Nos dias de hoje é normal a utilização de acções, de SO ou outros instrumentos baseados em capital próprio como componente da remuneração dos executivos, como suplemento do salário e outros benefícios e incentivos. As acções, SO são por vezes concedidas como bónus, como incentivo aos executivos para que estes se mantenham na entidade ou como recompensa do bom desempenho da entidade. Ao conceder, a entidade está a pagar remuneração adicional para obter benefícios adicionais, que a estimativa do justo valor destes benefícios poderá ser difícil. Neste caso a entidade deve mensurar o justo valor dos serviços dos executivos recebidos por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos.

Se os instrumentos de capital próprio não forem adquiridos enquanto o executivo não completar o período de serviço estabelecido, a entidade deve presumir que os serviços prestados só serão recebidos no futuro, durante o período de aquisição. Neste caso deve contabilizar à medida que forem prestados durante o período de aquisição com o correspondente aumento de capital próprio:



Apêndices

- (a) se a um executivo for concedido SO condicionadas ao cumprimento de três anos de serviço, então a entidade deve presumir que os serviços a serem prestados serão recebidos no futuro, durante os três anos de aquisição.
- (b) Se a um colaborador forem concedidas SO condicionadas ao desempenho e à sua permanência até que a condição de desempenho seja satisfeita, e a duração do período de aquisição variar consoante o momento em que a condição de desempenho for satisfeita, a entidade deve presumir que os serviços a serem prestados pelo colaborador como retribuição pelas SO serão recebidos no futuro, durante o período de aquisição esperado. A entidade deve estimar a duração do período de aquisição esperado na data de concessão das SO, com base no desfecho mais provável da condição de desempenho. Se esta for uma condição de mercado, a estimativa da duração do período de aquisição esperado deve ser consistente com os pressupostos usados ao estimar o justo valor das SO concedidas, e não deve ser posteriormente revista. Se a condição de desempenho não for uma condição de mercado, a entidade deve rever a sua estimativa da duração do período de aquisição, se necessário, caso informações posteriores indiquem que a duração do período de aquisição difere das estimativas anteriores.

3.1 Determinar o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos

Relativamente a transacções mensuradas por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, uma entidade deve mensurar o justo valor à data de mensuração, com base nos preços de mercado se disponíveis.

Se os preços de mercado não estiverem disponíveis, a entidade deve estimar o justo valor usando uma técnica de valorização para estimar qual teria sido o preço o justo valor à data de mensuração. A técnica de valorização deve ser consistente com as metodologias de valorização geralmente aceites para apreçar instrumentos financeiros, e deve incorporar todos os factores e pressupostos a considerar definição do preço (ver ponto 7 Apêndice B).

3.2 Condições de Tratamento de Aquisição

Uma concessão de SO pode estar condicionada à satisfação de condições de aquisição específicas. Por exemplo, uma concessão de acções ou de SO a um colaborador está tipicamente condicionada à sua permanência na entidade durante um período de tempo especificado. Poderá haver condições de desempenho que terão de ser satisfeitas (crescimento nos lucros ou um aumento no preço das acções). As condições de aquisição, que não sejam condições de mercado, não devem ser tidas em conta ao estimar o justo valor à data de mensuração. Nenhuma quantia é reconhecida por bens ou serviços recebidos se os instrumentos de capital próprio concedidos não forem adquiridos devido ao não cumprimento de uma condição de aquisição, por



Apêndices

exemplo, o colaborador não completa o período de serviço especificado, ou uma condição de desempenho não é satisfeita, sujeita aos requisitos seguintes.

A entidade deve reconhecer uma quantia para os bens ou serviços recebidos durante o período de aquisição com base na melhor estimativa disponível do número de instrumentos de capital que se espera que sejam adquiridos e deve rever essa estimativa, se informações posteriores indicarem que difere das estimativas anteriores. Na data de aquisição, a entidade deve rever a estimativa para igualar o número de instrumentos de capital próprio que são finalmente adquiridos, sujeito aos requisitos seguintes.

As condições de mercado, tais como um preço alvo por acção ao qual a aquisição esteja condicionada, devem ser tidas em conta ao estimar o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos. Portanto, relativamente às concessões de instrumentos de capital próprio com condições de mercado, a entidade deve reconhecer os bens ou serviços recebidos do colaborador que satisfaça todas as outras condições, independentemente de a condição de mercado ter sido ou não satisfeita.

3.3 Tratamento de uma característica de recarga

Uma característica de recarga, não deve ser tida em conta ao estimar o justo valor das SO concedidas à data de mensuração. Em vez disso, deve ser contabilizada como concessão de uma nova opção, se e quando a opção de recarga for posteriormente concedida.

3.4 Após a data de aquisição

Tendo reconhecido os bens ou serviços recebidos, e um correspondente aumento no capital próprio, a entidade não deve fazer qualquer ajustamento posterior no capital próprio total após a data de aquisição. Por exemplo, a entidade não deve reverter posteriormente a quantia reconhecida por serviços recebidos de um colaborador se as SO não forem exercidas. Contudo, este requisito não exclui que a entidade reconheça uma transferência no capital próprio, i.e. uma transferência de um componente de capital próprio para outro.

3.5 Se o justo valor dos instrumentos de capital próprio não puderem ser estimados com fiabilidade

Os requisitos do ponto 6.1.3.1 aplicam-se quando a entidade tem de mensurar uma transacção de pagamento com base em acções por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos. Em casos raros, a entidade pode não ser capaz de estimar com fiabilidade o justo valor dos instrumentos de capital



Apêndices

concedidos à data de mensuração, de acordo com os requisitos do ponto 6.1.3.1. Apenas nesses casos raros, a entidade deve em vez disso:

- (a) mensurar os instrumentos de capital próprio pelo seu valor intrínseco, inicialmente à data em que a entidade obtém os bens ou o colaborador presta o serviço e posteriormente a cada data de relato e à data da liquidação final, com qualquer alteração no valor intrínseco reconhecida nos resultados. Relativamente a uma concessão de SO, o acordo de pagamento com base em acções é finalmente liquidado quando as opções forem exercidas, recusadas ou expirarem.
- (b) reconhecer os bens ou serviços recebidos com base no número de instrumentos de capital próprio que finalmente são adquiridos ou (quando aplicável) finalmente são exercidos. Para aplicar este requisito a SO, por exemplo, a entidade deve reconhecer os bens ou serviços recebidos durante o período de aquisição, excepto se os requisitos do ponto 6.1.3 (b) respeitantes a uma condição de mercado não se aplicarem. A quantia reconhecida de bens ou serviços recebidos durante o período de aquisição deve basear-se no número de SO que se espera que sejam adquiridas. A entidade deve rever essa estimativa, se necessário, caso informações posteriores indiquem que o número de SO que se espera que sejam adquiridas difere de estimativas anteriores. Na data de aquisição, a entidade deve rever a estimativa para igualar o número de instrumentos de capital próprio que finalmente são adquiridos. Após a data de aquisição, a entidade deve reverter a quantia reconhecida por bens ou serviços recebidos se as SO forem posteriormente recusadas, ou expirarem no final da vida.

Se uma entidade aplicar o parágrafo anterior, não é necessário aplicar o ponto seguinte (6.1.3.6), porque quaisquer modificações nos termos e condições segundo os quais os instrumentos de capital próprio foram concedidos serão tidas em conta ao aplicar o método do valor intrínseco estabelecido no parágrafo anterior. Contudo, se uma entidade liquidar uma concessão de instrumentos de capital próprio à qual o parágrafo anterior tenha sido aplicado:

- (a) se a liquidação ocorrer durante o período de aquisição, a entidade deve contabilizar a liquidação como uma aceleração da aquisição, devendo portanto reconhecer imediatamente a quantia que de outra forma teria sido reconhecida por serviços recebidos durante o restante do período de aquisição.
- (b) qualquer pagamento feito no momento da liquidação deve ser contabilizado como recompra dos instrumentos de capital próprio, i.e. como uma dedução ao capital próprio, excepto até ao ponto em que o pagamento exceder o valor intrínseco dos instrumentos de capital próprio, mensurados à data da recompra. Um tal excesso deve ser reconhecido como um gasto.



Apêndices

3.6 Modificações nos termos e condições segundo os quais os instrumentos de capital próprio foram concedidos, incluindo cancelamentos e liquidações

Uma entidade poderá modificar os termos e condições segundo os quais os instrumentos de capital próprio foram concedidos. Por exemplo, poderá reduzir o preço de exercício de SO concedidas a colaboradores (i.e. redefinir as SO), o que aumenta o justo valor dessas opções. Os requisitos dos parágrafos seguintes relativos à contabilização dos efeitos de modificações são expressos no contexto de transacções de pagamento com base em acções feitas com colaboradores. Contudo, os requisitos também devem ser aplicados a transacções de pagamento com base em acções feitas com outras partes que não os colaboradores que sejam mensurados por referência ao justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos. Neste último caso, quaisquer referências nos parágrafos seguintes à data de concessão devem, em vez disso, referir-se à data em que a entidade obtém os bens ou a contraparte presta o serviço.

A entidade deve reconhecer, no mínimo, os serviços recebidos mensurados pelo justo valor à data de concessão dos instrumentos de capital concedidos, a não ser que esses instrumentos de capital próprio não sejam adquiridos por incumprimento da condição de aquisição (que não seja uma condição de mercado) que tenha sido especificada na data de concessão. Isto aplica-se independentemente de quaisquer modificações nos termos e condições segundo os quais os instrumentos de capital próprio foram concedidos, ou de um cancelamento ou liquidação dessa concessão de instrumentos de capital próprio. Além disso, a entidade deve reconhecer os efeitos das modificações que aumentam o justo valor total do acordo de pagamento com base em acções ou que de outro modo sejam benéficos para o colaborador. O Apêndice B proporciona orientação para a aplicação deste requisito.

Se a entidade cancelar ou liquidar uma concessão de instrumentos de capital próprio durante o período de aquisição:

- (a) a entidade deve contabilizar o cancelamento ou a liquidação como uma aceleração da aquisição, devendo portanto reconhecer imediatamente a quantia.
- (b) qualquer pagamento feito ao colaborador no momento do cancelamento ou da liquidação da concessão deve ser contabilizado como recompra de um interesse no capital próprio, i.e. como uma dedução ao capital próprio, excepto até ao ponto em que o pagamento exceder o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, mensurados à data da recompra. Um tal excesso deve ser reconhecido como um gasto.
- (c) se novos instrumentos de capital próprio forem concedidos ao colaborador e, na data em que esses novos instrumentos de capital próprio forem concedidos, a entidade deve contabilizar a concessão dos instrumentos de capital próprio de substituição da mesma forma que uma modificação na concessão original de instrumentos de capital próprio, de acordo com o parágrafo anterior a orientação do Apêndice B. O justo valor incremental concedido é a diferença entre o justo valor dos instrumentos de



Apêndices

capital próprio de substituição e o justo valor líquido dos instrumentos de capital próprio cancelados, à data em que os instrumentos de capital próprio de substituição forem concedidos. O justo valor líquido dos instrumentos de capital próprio cancelados é o seu justo valor imediatamente antes do cancelamento, menos a quantia de qualquer pagamento feito ao empregado aquando do cancelamento dos instrumentos de capital próprio que é contabilizada como dedução ao capital próprio de acordo com a alínea (b) atrás.

Se uma entidade recomprar instrumentos de capital próprio adquiridos, o pagamento feito ao colaborador deve ser contabilizado como uma dedução ao capital próprio, excepto até ao ponto em que o pagamento exceder o justo valor dos instrumentos de capital próprio recomprados, mensurados à data da recompra. Um tal excesso deve ser reconhecido como um gasto.

4 Transacções de pagamento com base em acções e liquidadas em dinheiro

A entidade deve mensurar os bens ou serviços adquiridos e o passivo incorrido pelo justo valor do passivo. Até o passivo ser liquidado, a entidade deve remensurar o justo valor do passivo a cada data de relato e na data de liquidação, com quaisquer alterações no justo valor reconhecidas nos resultados do período.

Por exemplo, uma entidade poderá conceder direitos de valorização de acções aos colaboradores como parte do seu pacote remuneratório, pelo que os colaboradores terão direito a um futuro pagamento em dinheiro (em vez de um instrumento de capital próprio), com base no aumento do preço das acções da entidade a partir de um nível especificado e durante um período de tempo especificado. Ou uma entidade poderá conceder aos seus empregados o direito de receber um futuro pagamento em dinheiro concedendo-lhes o direito a acções (incluindo acções a serem emitidas mediante o exercício de SO) que sejam remíveis, tanto obrigatoriamente como por opção do colaborador.

A entidade deve reconhecer os serviços recebidos, e um passivo para pagar esses serviços, à medida que os colaboradores prestarem o serviço. Assim, a entidade deve reconhecer imediatamente os serviços recebidos e um passivo para pagar esses serviços. Se os direitos de valorização de acções não forem adquiridos até os colaboradores terem completado o período de serviço especificado, a entidade deve reconhecer os serviços recebidos, e um passivo para pagar os mesmos, à medida que os empregados prestam os serviços durante esse período.

O passivo deve ser mensurado, inicialmente a cada data de relato até que esteja liquidado, pelo justo valor dos direitos de valorização de acções, aplicando um modelo de valorização de opções, tendo em conta os termos e condições segundo os quais foram concedidos os direitos de valorização de acções, e até que ponto os colaboradores prestaram os serviços até à data.



5 Transacções de pagamento com base em acções e com alternativas em dinheiro

A entidade deve contabilizar a transacção, ou os componentes dessa transacção, como transacção de pagamento com base em acções e liquidada em dinheiro se, e até ao ponto em que, a entidade incorreu num passivo para liquidar em dinheiro ou outros activos, ou como transacção de pagamento com base em acções e liquidada com capital próprio se, e até ao ponto em que, esse passivo não foi incorrido.

5.1 Transacções de pagamento com base em acções em que os termos do acordo proporcionam à contraparte uma opção de liquidação

Se uma entidade concedeu à contraparte o direito de escolher se uma transacção de pagamento com base em acções é liquidada em dinheiro ou pela emissão de instrumentos de capital próprio, a entidade concedeu um instrumento financeiro composto, que inclui um componente de dívida (i.e. o direito da contraparte de exigir o pagamento em dinheiro) e um componente de capital próprio (i.e. o direito da contraparte de exigir a liquidação em instrumentos de capital próprio em vez de dinheiro). Relativamente a transacções com outras partes diferentes dos colaboradores, em que o justo valor dos bens ou serviços recebidos é mensurado directamente, a entidade deve mensurar o componente do capital próprio do instrumento financeiro composto como sendo a diferença entre o justo valor dos bens ou serviços recebidos e o justo valor do componente da dívida, à data em que os bens ou serviços são recebidos.

Relativamente a outras transacções, a entidade deve mensurar o justo valor do instrumento financeiro composto à data da mensuração, levando em conta os termos e condições segundo os quais os direitos a receber dinheiro ou instrumentos de capital próprio foram concedidos.

Para aplicar o parágrafo anterior, a entidade deve primeiro mensurar o justo valor do componente da dívida, e depois mensurar o justo valor do componente do capital próprio — levando em conta que a contraparte deve recusar o direito de receber dinheiro para poder receber o instrumento de capital próprio. O justo valor do instrumento financeiro composto é a soma dos justos valores dos dois componentes.

Por exemplo, a contraparte poderá escolher entre receber opções sobre acções ou direitos de valorização de acções liquidadas em dinheiro. Nesses casos, o justo valor do componente do capital próprio é zero, pelo que o justo valor do instrumento financeiro composto é o mesmo que o justo valor do componente da dívida.

A entidade deve contabilizar separadamente os bens ou serviços recebidos ou adquiridos com respeito a cada componente do instrumento financeiro composto. Relativamente ao componente da dívida, a entidade deve reconhecer os bens ou serviços adquiridos, e um passivo para pagar esses bens ou serviços, à medida que a contraparte fornecer bens ou prestar serviços. Relativamente ao componente do capital próprio (se houver), a



Apêndices

entidade deve reconhecer os bens ou serviços recebidos, e um acréscimo no capital próprio, à medida que a contraparte fornecer bens ou prestar serviços.

À data da liquidação, a entidade deve remensurar o passivo pelo seu justo valor. Se a entidade emitir instrumentos de capital próprio no momento da liquidação em vez de pagar em dinheiro, o passivo deve ser transferido directamente para o capital próprio, como retribuição pelos instrumentos de capital próprio emitidos.

Se a entidade pagar em dinheiro no momento da liquidação em vez de emitir instrumentos de capital próprio, esse pagamento deve ser aplicado para liquidar o passivo na sua totalidade. Ao optar por receber dinheiro no momento da liquidação, a contraparte recusa o direito de receber instrumentos de capital próprio.

5.2 Transacções de pagamento com base em acções em que os termos do acordo proporcionam à entidade uma opção de liquidação

A entidade deve determinar se tem uma obrigação presente de liquidar em dinheiro e de contabilizar a transacção de pagamento com base em acções em conformidade. A entidade tem uma obrigação presente de liquidar em dinheiro se a opção de liquidação em instrumentos de capital próprio não tiver qualquer substância comercial (por exemplo, porque a entidade está legalmente proibida de emitir acções), ou se a entidade tiver uma prática passada ou uma política declarada de liquidar em dinheiro, ou se normalmente liquidar em dinheiro sempre que a contraparte solicitar liquidação em dinheiro.

6 Divulgações

Uma entidade deve divulgar informação que permita aos utentes das DF compreender a natureza e a extensão dos acordos de pagamento com base em acções que existiram durante o período.

A entidade deve divulgar pelo menos o seguinte:

- (a) uma descrição de cada tipo de acordo de pagamento com base em acções que tenha existido em qualquer momento durante o período, incluindo os termos e condições gerais de cada acordo, tal como os requisitos de aquisição, o termo máximo de opções concedidas, e o método de liquidação (por exemplo, se em dinheiro ou capital próprio). Uma entidade com tipos de acordos de pagamento com base em acções substancialmente semelhantes pode agregar esta informação.
- (b) o número e a média ponderada dos preços de exercício das opções sobre acções para cada um dos seguintes grupos de opções:
 - (i) em circulação no início do período;
 - (ii) concedidas durante o período;



Apêndices

- (iii) recusadas durante o período;
 - (iv) exercidas durante o período;
 - (v) expiradas durante o período;
 - (vi) em circulação no final do período;
 - (vii) exercitáveis no final do período.
- (c) para as opções sobre ações exercidas durante o período, a média ponderada do preço das ações à data do exercício. Se as opções foram exercidas numa base regular ao longo do período, a entidade pode alternativamente divulgar a média ponderada do preço das ações durante o período.
- (d) para opções sobre ações em circulação no final do período, o intervalo dos preços de exercício e da média ponderada da vida contratual remanescente. Se o intervalo dos preços de exercício for grande, as opções em circulação devem ser divididas em intervalos que sejam significativos para avaliar o número e a tempestividade de ações adicionais que possam ser emitidas e do dinheiro que possa ser recebido com o exercício dessas opções.

Uma entidade deve divulgar informação que permita aos utentes das demonstrações financeiras compreender como foi determinado o justo valor dos bens ou serviços recebidos, ou o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, durante o período.

Uma entidade deve divulgar informação que permita aos utentes das demonstrações financeiras compreender o efeito das transações de pagamento com base em ações nos resultados da entidade do período em questão e na sua posição financeira.

7 Apêndice B

Acções

Para ações concedidas a empregados, o justo valor das ações deve ser mensurado pelo preço de mercado das ações da entidade (ou por um preço de mercado estimado, se as ações da entidade não forem negociadas publicamente), ajustado para ter em consideração os termos e condições segundo os quais as ações foram concedidas.

Opções sobre ações

Relativamente a opções sobre ações concedidas a empregados, em muitos casos, os preços de mercado não estão disponíveis, porque as opções concedidas estão sujeitas a termos e condições que não se aplicam às opções negociadas. Se opções negociadas com termos e condições semelhantes não existirem, o justo valor das opções concedidas deve ser estimado aplicando um modelo de valorização de opções.



Apêndices

Todos os modelos têm em conta, no mínimo, os seguintes factores:

- (i) o preço de exercício da opção;
- (ii) a vida da opção;
- (iii) o preço corrente das acções subjacentes;
- (iv) a volatilidade esperada do preço das acções;
- (v) os dividendos esperados das acções (se apropriado); e
- (vi) a taxa de juro sem risco durante a vida da opção

Por exemplo, uma opção sobre acções concedida a um colaborador não pode normalmente ser exercida durante períodos especificados. Este factor deve ser tido em conta se o modelo de valorização de opções aplicado assumir que a opção poderia ser exercida em qualquer momento durante a sua vida. Contudo, se uma entidade usar um modelo de valorização de opções que valoriza opções que só podem ser exercidas no final da vida dessas opções, nenhum ajustamento é necessário para a incapacidade de as exercer durante o período de aquisição porque o modelo assume que as opções não podem ser exercidas durante esses períodos.

De modo semelhante, outro factor comum às opções sobre acções é a possibilidade de exercício antecipado da opção, por exemplo, porque a opção não é livremente transferível, ou porque o colaborador deve exercer todas as opções adquiridas aquando da cessação do emprego.

Modificações nos acordos de pagamento com base em acções liquidados com capital próprio

O parágrafo 27 exige que, independentemente de quaisquer modificações nos termos e condições segundo os quais os instrumentos de capital próprio foram concedidos, ou um cancelamento ou uma liquidação dessa concessão de instrumentos de capital próprio, a entidade deve reconhecer, no mínimo, os serviços recebidos mensurados pelo justo valor à data da concessão dos instrumentos de capital próprio concedidos, a não ser que esses instrumentos de capital próprio não sejam adquiridos por incumprimento de uma condição de aquisição (que não seja uma condição de mercado) que tenha sido especificada na data da concessão. Além disso, a entidade deve reconhecer os efeitos das modificações que aumentam o justo valor total do acordo de pagamento com base em acções ou que de outra forma sejam benéficos para o empregado.

Para aplicar os requisitos do parágrafo 27:

- (a) se a modificação aumentar o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos (por exemplo, reduzindo o preço de exercício), mensurado imediatamente antes e depois da modificação, a entidade deve incluir o justo valor incremental concedido na mensuração da quantia reconhecida por serviços recebidos como retribuição pelos instrumentos de capital próprio concedidos. O justo valor incremental concedido é a diferença entre o justo valor do instrumento de capital próprio modificado e o do instrumento de capital próprio original, ambos estimados à data da modificação. Se a modificação



Apêndices

ocorrer durante o período de aquisição, o justo valor incremental concedido é incluído na mensuração da quantia reconhecida por serviços recebidos durante o período entre a data de modificação e a data em que os instrumentos de capital próprio modificados forem adquiridos, além da quantia baseada no justo valor à data da concessão dos instrumentos de capital próprio originais, que é reconhecido durante o remanescente do período de aquisição original. Se a modificação ocorrer após a data de aquisição, o justo valor incremental concedido é reconhecido imediatamente, ou durante o período de aquisição se o empregado tiver de completar um período de serviço adicional antes de se tornar incondicionalmente detentor desses instrumentos de capital próprio modificados.

- (b) de modo semelhante, se a modificação aumentar o número de instrumentos de capital próprio concedidos, a entidade deve incluir o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos adicionais, mensurados à data da modificação, no momento da mensuração da quantia reconhecida por serviços recebidos como retribuição pelos instrumentos de capital próprio concedidos, consistentemente com os requisitos da alínea (a) acima. Por exemplo, se a modificação ocorrer durante o período de aquisição, o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos adicionais é incluído na mensuração da quantia reconhecida por serviços recebidos durante o período entre a data de modificação e a data em que os instrumentos de capital próprio adicionais forem adquiridos, além da quantia baseada no justo valor à data de concessão dos instrumentos de capital próprio originalmente concedidos, a qual é reconhecida durante o remanescente do período de aquisição original.
- (c) se a entidade modificar as condições de aquisição de forma que seja benéfica para o empregado, por exemplo, reduzindo o período de aquisição ou modificando ou eliminando uma condição de desempenho (que não seja uma condição de mercado, cujas alterações são contabilizadas de acordo com a alínea (a) acima), a entidade deve ter em conta as condições de aquisição modificadas ao aplicar os requisitos dos parágrafos 19–21.

Além disso, se a entidade modificar os termos ou condições dos instrumentos de capital próprio concedidos de forma que reduza o justo valor total do acordo de pagamento com base em acções, ou que não seja benéfica para o empregado, a entidade deve não obstante continuar a contabilizar os serviços recebidos como retribuição pelos instrumentos de capital próprio concedidos como se essa modificação não tivesse ocorrido (a não ser que seja um cancelamento de alguns ou todos os instrumentos de capital próprio concedidos, que devem ser contabilizados de acordo com o parágrafo 28).

Por exemplo:

- (a) se a modificação reduzir o justo valor dos instrumentos de capital próprio concedidos, mensurados imediatamente antes e depois da modificação, a entidade não deve ter em conta esse decréscimo no justo valor e deve continuar a mensurar a quantia reconhecida por serviços recebidos como retribuição



Apêndices

pelos instrumentos de capital próprio com base no justo valor à data da concessão dos instrumentos de capital próprio concedidos.

- (b) se a modificação reduzir o número de instrumentos de capital próprio concedidos a um empregado, essa redução deve ser contabilizada como um cancelamento dessa porção da concessão, de acordo com os requisitos do parágrafo 28.
- (c) se a entidade modificar as condições de aquisição de forma que não seja benéfica para o empregado, por exemplo, aumentando o período de aquisição ou modificando ou adicionando uma condição de desempenho (que não seja uma condição de mercado, cujas alterações são contabilizadas de acordo com a alínea (a) acima), a entidade não deve ter em conta as condições de aquisição modificadas ao aplicar os requisitos dos parágrafos 19–21.



