

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

Fernanda Gomes Victor

**CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
DETERMINANTES DO NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA
REMUNERAÇÃO POR MEIO DE OPÇÕES DE AÇÕES**

São Leopoldo

2008

Fernanda Gomes Victor

**CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
DETERMINANTES DO NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA
REMUNERAÇÃO POR MEIO DE OPÇÕES DE AÇÕES**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

São Leopoldo

2008

Ficha Catalográfica

V644c Victor, Fernanda Gomes
Características de governança corporativa e os determinantes do nível de transparência da remuneração por meio de opções de ações / por Fernanda Gomes Victor. – 2008.

122 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2008.

“Orientação: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra, Ciências Econômicas”.

1. Governança corporativa. 2. Executivo – Remuneração. 3. Contabilidade – Opção – Ação. I. Título.

CDU 658.012.43

Catálogo na Publicação:
Bibliotecária Camila Rodrigues Quaresma - CRB 10/1790

Fernanda Gomes Victor

**CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
DETERMINANTES DO NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA DA
REMUNERAÇÃO POR MEIO DE OPÇÕES DE AÇÕES**

Dissertação apresentada à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em 18 de dezembro de 2008.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Alexandre di Miceli da Silveira – FEA/USP

Prof. Dr. Ernani Ott – UNISINOS

Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares – UNISINOS

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra (Orientador)

Visto e permitida a impressão

São Leopoldo, _____

Prof. Dr. Ernani Ott

Coordenador Executivo PPG em Ciências Contábeis

DEDICATÓRIA

*Aos meus pais, José
Antônio e Enilda.*

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, José Antônio e Enilda, pelo apoio incondicional que sempre me deram, sem o qual certamente não conseguiria alcançar nenhum de meus objetivos. Aos meus irmãos, Diego e Bruna, agradeço por muitas vezes terem dividido comigo os momentos de aflição por sempre terem me ajudado da forma como podiam.

Ao meu namorado, colega e amigo, Diego Carlin, agradeço pela ajuda, pela compreensão, pelo carinho e pelas palavras de incentivo nos momentos difíceis. Nada que escreva nestes agradecimentos poderá demonstrar como sua presença se fez importante. Aos meus sogros, Sérgio e Maria Aparecida, e cunhada Jéssica por terem me feito sentir em casa nas vezes em que não pude voltar para Rio Grande.

Divido essa conquista com o Prof. MsC. Walter Nunes Oleiro, por ter sido o primeiro a acreditar em minha capacidade e por me incentivar quando o mestrado era apenas um objetivo distante. Ao Prof. Dr. Paulo Terra agradeço por ter aceito a tarefa de me orientar e por sempre ter feito isso com bom humor e paciência. Ao Prof. Dr. Ernani Ott pelos exemplos de humildade e de dedicação à docência da contabilidade que, com certeza, irão me inspirar em minha vida profissional.

Agradeço também aos amigos Franciele, Fabiano e Marco Aurélio por terem tornado essa jornada mais divertida e menos árdua. Certamente, ficarão na recordação os momentos bons que passamos juntos.

Pelas oportunidades que me foram dadas durante o curso de graduação e início do mestrado, agradeço aos amigos Elmo e Leda.

Por fim, agradeço à bolsista Daphne Samios e ao Prof. Dr. Flávio Tosi Feijó pela ajuda dispensada durante a elaboração da dissertação e a todos aqueles que de alguma maneira contribuíram para o alcance deste objetivo.

Kites rise highest against the wind, not with it.

Winston Churchill

RESUMO

A remuneração executiva por meio de Opções de Ações tem sido considerada um mecanismo capaz de alinhar os interesses dos gestores aos objetivos de longo prazo dos acionistas. Entretanto, estudos têm investigado possíveis problemas associados ao seu uso, corroborando a idéia de que a remuneração executiva não é apenas um mecanismo de incentivo, mas também parte do problema de agência em si. As fraudes contábeis ocorridas no mercado norte-americano geraram ainda maior cautela quanto à sua utilização e, internacionalmente, refletiram-se no aumento do número de requisitos para a divulgação desses planos. Entre os anos de 2006 e 2007 cresceu significativamente o número de empresas listadas no Brasil que passaram a utilizar planos de Opções de Ações para remunerar seus executivos, mas a regulamentação da divulgação de informações ou evidenciação (*disclosure*) desses planos não acompanhou tal crescimento. Até o final do ano de 2007, apenas o Ofício-Circular nº 01/2007 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) identifica as informações que deveriam ser evidenciadas sobre os planos de Opções de Ações e, diante de sua não-obrigatoriedade, estudos prévios constataram que as empresas têm empreendido práticas diferenciadas de divulgação dessas informações. A partir da análise das informações evidenciadas nas Notas Explicativas (NE), Relatórios de Administração (RA) e *sites* de 68 empresas listadas na Bovespa que divulgaram utilizar remuneração por meio de Opções de Ações no ano de 2007, o objetivo principal deste estudo foi identificar quais características de governança corporativa de tais empresas são capazes de influenciar seu nível de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações. Os resultados da análise de regressão múltipla indicam que o tamanho do conselho, o percentual de membros externos e a auditoria independente podem ser considerados fatores explicativos significativos do nível de transparência dessas informações. Tais resultados permitem concluir que as características de governança corporativa em questão são relevantes para o aprimoramento da transparência da remuneração executiva no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: remuneração executiva, Opções de Ações, governança corporativa, determinantes do nível de transparência.

ABSTRACT

Executive compensation through Stock Options has been considered a mechanism capable of aligning the interests of managers and the long-term objectives of shareholders. Nevertheless, studies into possible problems associated with the use of stock options in executive compensation have corroborated the idea that executive compensation is not merely an incentive mechanism, but also part of the agency problem in itself. The accounting frauds that have occurred in the North-American market have produced even greater caution in relation to its use and, internationally, this is reflected an increase in the number of demands for disclosure of such plans. Between the years 2006 and 2007 the number of listed companies in Brazil that used Stock Options plans to compensate their executives grew significantly, but the regulations regarding the disclosure of such plans failed to accompany that growth. Until the end of 2007, only Notification nr. 01/2007 from the Brazilian Securities Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários - CVM*) identified the information that should be disclosed in relation Stock Option plans and, given its non-obligatory nature, previous studies have found that companies have developed different disclosure practices in relation to this information. Based on the analysis of information contained in Explanatory Notes (EN), Management Reports (MR) and the sites of 68 companies listed on Bovespa that used Stock Options in compensation during the year 2007, the main objective of this study was to identify which features of corporate governance from those companies are capable of influencing the degree of disclosure of the use of stock options in executive compensation. The results of the multiple regression analysis suggest that the size of the board, the percentage of non-executive members and independent auditing can be considered significant explanatory factors of the level of transparency of such information. Given these results, it can be concluded that the characteristics of corporate governance in question are relevant for improving the transparency of executive compensation in the Brazilian capital market.

Keywords: executive compensation, Stock Options, corporate governance, determinants of the level of transparency

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Impactos diretos e indiretos da adoção do valor intrínseco	27
Figura 2: Resumo do modelo de pesquisa.	36
Figura 3: Síntese das hipóteses de estudo.....	50

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução histórica dos Planos de Opções de Ações no Brasil.....	63
Gráfico 2: Divulgação do item I pelas empresas.....	64
Gráfico 3: Divulgação do item II pelas empresas.....	64
Gráfico 4: Divulgação dos itens III, V e VII.....	65
Gráfico 5: Histograma do índice de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações	66

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Alguns estudos sobre a transparência da remuneração executiva.....	19
Quadro 2: Efeitos da separação entre propriedade e controle	45
Quadro 3: Critérios de elaboração dos índices de transparência da remuneração.....	55
Quadro 4: Índice de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações	56
Quadro 5: Fonte de coleta das variáveis independentes	59
Quadro 6: Descrição das variáveis independentes.	60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Índice total de transparência	66
Tabela 2: Características de governança corporativa – variáveis contínuas	67
Tabela 3: Características de governança corporativa – variáveis binárias	68
Tabela 4: Características gerais das empresas	68
Tabela 5: Matriz de correlação das variáveis independentes	69
Tabela 6: Matriz de correlação das variáveis independentes – continuação	69
Tabela 7: Determinantes da transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações	72

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abrasca: Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADR: American Depositary Receipts
APB: Accounting Principles Board
ASX: Australian Stock Exchange
Bovespa: Bolsa de Valores de São Paulo
CEO: Chief Executive Officer
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas
DR: Depositary Receipts
EDGAR: Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System
FASB: Financial Accounting Standards Board
FGV: Fundação Getúlio Vargas
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IFRS: International Financial Reporting Standards
IAN: Informações Anuais
IASB: International Accounting Standards Board
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBovespa: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
Ibracon: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IOSCO: International Organization of Securities Commissions
IPE: Informações Periódicas e Eventuais
IPO: Initial Public Offering
ITR: Informações Trimestrais
NE: Notas Explicativas
NPC: Normas e Procedimentos de Contabilidade
RA: Relatório da Administração
SEC: Securities and Exchange Commission
SEP: Superintendência de Relação com Empresas
SFAS: Statements of Financial Accounting Standards
SNC: Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria
US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United State

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	15
1.2	OBJETIVOS	17
1.2.1	Objetivo Geral	17
1.2.2	Objetivos Específicos	17
1.3	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	18
1.4	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	22
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	23
2.1	AS OPÇÕES DE AÇÕES COMO MECANISMO DE INCENTIVO.....	23
2.2	AS OPÇÕES COMO UM PROBLEMA DE AGÊNCIA	24
2.3	TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA	28
2.3.1	Relevância da transparência da Remuneração Executiva.....	28
2.3.2	Normatização Contábil Internacional e Nacional.....	31
3	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE ESTUDO.....	36
3.1	CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	37
3.1.1	Conselho de Administração e Auditoria.....	37
3.1.2	Estrutura de Propriedade	42
3.1.3	Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa.....	46
3.2	CARACTERÍSTICAS GERAIS DA EMPRESA	48
3.3	SÍNTESE DAS HIPÓTESES DE ESTUDO	50
4	MÉTODO DE PESQUISA	52
4.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	52
4.2	POPULAÇÃO-ALVO.....	53
4.3	COLETA DE DADOS	54
4.3.1	Construção do Índice de Transparência da Remuneração.....	54
4.3.2	Identificação do Nível de Transparência	57
4.3.3	Coleta das Variáveis Independentes	58
4.4	TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	59
4.4.1	Definição das Variáveis.....	59
4.5	LIMITAÇÕES DO MÉTODO	60
5	RESULTADOS.....	62
5.1	PRÁTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES	62
5.2	CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS	67
5.3	DETERMINANTES DA TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO POR MEIO DE OPÇÕES DE AÇÕES	70
5.4	TESTES DE ROBUSTEZ.....	74
6	CONCLUSÃO.....	76
6.1	CONSIDERAÇÕES FINAIS	76
6.2	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	79
6.3	SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS	80

7	REFERÊNCIAS	82
	APÊNDICE I – Questionário enviado ao(à) diretor(a) de relação com investidores.....	94
	APÊNDICE II – Lista das empresas que utilizam remuneração por Opções de Ações.....	95
	APÊNDICE III – Descrição detalhada das informações coletadas no índice de transparência.....	96
	APÊNDICE IV – Folha de coleta das informações sobre os planos de Opções de Ações – empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.....	99
	APÊNDICE V – Exemplo de aplicação do índice de transparência – empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.	105
	APÊNDICE VI – Empresas com planos de Opções de Ações aprovados, mas sem outorga vigente em 31/12/2007	109
	APÊNDICE VII – Empresas com planos de Opções de Ações aprovados em 2008.....	110
	APÊNDICE VIII – Empresas com planos de Opções de Ações excluídas do estudo por não possuírem DFPs publicadas em 31/12/2007.....	111
	APÊNDICE IX - MODELO 2.....	112
	APÊNDICE X - MODELO 3	113
	APÊNDICE XI - MODELO 4.....	114
	APÊNDICE XII - MODELO 5	115
	ANEXO I - CIRCULAR /CVM/SNC/SEP Nº 01/2007.....	116

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A teoria da agência aborda a questão do problema de agência, que surge quando o agente empreende ações tendo em vista a maximização de sua utilidade pessoal, e não os interesses do principal (JENSEN, MECKLING, 1976). No âmbito das empresas, o acionista representa o principal, e o gestor representa o agente. Sempre que há separação entre propriedade e gestão nas empresas há também a possibilidade de ocorrência de problemas de agência.

Diante deste quadro e com base no pressuposto de que o desempenho de uma empresa é fortemente influenciado pelas decisões de seus gestores, que dependem parcialmente dos incentivos de que dispõem para criar valor para os acionistas, os contratos de remuneração são considerados um mecanismo crucial. Eles são capazes de incentivar os gestores a tomarem decisões de acordo com as expectativas dos proprietários, ao menor custo possível, especialmente nas empresas em que tais decisões são de difícil monitoramento pelo Conselho de Administração ou pelos investidores, ou seja, naquelas em que os mecanismos tradicionais de controle tendem a falhar (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Essa crença fez proliferar internacionalmente a utilização de programas de remuneração de executivos por meio de opções de compra de ações das companhias.

Embora o debate acerca da remuneração executiva já exista desde a década de 1980, os salários aparentemente enormes pagos aos executivos e o status de celebridade alcançado pelos *Chief Executive Officers* (CEOs) trouxeram dúvidas quanto à adequação do nível desta remuneração e de sua relação com o desempenho da empresa (ANDJELKOVIC; BOYLE; McNOE, 2002). Por esse motivo, houve uma mudança de paradigma, e a discussão que anteriormente versava sobre como utilizar a remuneração executiva no sentido de maximizar o valor para o acionista, passou a ser conduzida no sentido de questionar se esse mecanismo pode realmente servir para tal propósito. Os escândalos envolvendo fraudes contábeis no mercado acionário americano, como os das empresas Enron e Worldcom, ressaltaram ainda

mais os problemas que esse mecanismo de governança pode apresentar (HERMALIN; WEISBACH, 2007).

No Brasil, embora a real separação entre propriedade e gestão das empresas seja praticamente inexistente, a remuneração de executivos por meio de opções de ações tem sido prática cada vez mais comum. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) considera a transparência como sendo um dos princípios basilares da boa governança. No mesmo sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) reconhece, por meio do Ofício Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007, a relevância da divulgação de informações sobre os planos de Opções de Ações, expondo suas considerações sobre a matéria, descrevendo essa modalidade de remuneração e informando sobre as práticas contábeis de acordo com as normas norte-americanas e internacionais para o seu tratamento (CVM, 2007).

Contudo, o ofício traz recomendações de caráter voluntário, que estão aquém do exigido pelos padrões internacionais de contabilidade. Ainda assim, estudos empíricos mostram que há diferenças significativas entre o que é divulgado pelas companhias ao mercado de capitais e a referida recomendação da CVM (NUNES, 2008). Com base em tais constatações, percebe-se que, embora exista uma definição acerca das informações relativas aos planos de Opções de Ações que devem ser divulgadas pelas empresas no Brasil, as mesmas empreendem graus diferenciados de divulgação dessas informações.

Em princípio, as denominadas boas práticas de governança corporativa deveriam ser fatores motivadores do aprimoramento da transparência. Internacionalmente, estudos já buscaram investigar características de governança das empresas capazes de conduzi-las a níveis diferenciados de transparência, principalmente relacionadas à efetividade do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade, como os de Forker (1992); Ahmed e Nicholls (1994); Chen e Jaggi (2000); Coulton, James e Taylor (2001); Haniffa e Cooke (2002); Muslu (2003); Huafang e Jianguo (2007) e Laksmana (2007).

Sendo assim, considerando-se a complexidade do tema remuneração executiva, o importante papel da transparência para o aprimoramento da governança e que não foram identificados estudos relacionando as variáveis no contexto brasileiro, formula-se o problema de pesquisa: **Quais características de governança corporativa de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) podem ser consideradas determinantes do nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar as características de governança corporativa de empresas listadas na Bovespa que podem ser consideradas determinantes do nível de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para o alcance do objetivo geral proposto, os seguintes objetivos específicos são formulados:

- descrever as práticas de divulgação de informações relativas à remuneração executiva por meio de Opções de Ações por empresas listadas na Bovespa;
- identificar as características de governança corporativa e outras características gerais de empresas listadas na Bovespa que possam ser determinantes de seu nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações;
- constatar as características de governança corporativa das empresas listadas na Bovespa que são capazes de influenciar suas práticas de divulgação de informações sobre a remuneração executiva por meio de Opções de Ações.

A realização do presente estudo implicou o levantamento de diversas características das empresas, não sendo seu propósito, no entanto, traçar um perfil das mesmas tendo por base as informações obtidas. Logo, os montantes e proporções dos pacotes de remuneração dos executivos também não foram analisados.

A determinação do nível total de transparência da remuneração executiva demandaria a necessidade de levantamento de todas as informações divulgadas pelas empresas sobre os pacotes de remuneração de seus executivos. Os estudos feitos internacionalmente consideraram como objeto de análise relatórios específicos para a divulgação dessas informações. No Brasil, essa análise implicaria a necessidade de compilar as informações que, devido à falta de uma regulamentação específica, encontram-se dispersas nos relatórios, ou simplesmente não são divulgadas. Por isso, o estudo limitou-se a investigar apenas uma forma de remuneração executiva: as Opções de Ações.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Em âmbito internacional, o tema da remuneração executiva tem sido amplamente discutido. Muitos estudos empíricos têm se voltado para a identificação dos determinantes da remuneração executiva em empresas do Reino Unido (CONYON; GREGG; MACHIN, 1995; McKNIGHT, 1996; CONYON; GREGG; MACHIN, 1997 e CONYON et al. 2000), da Espanha (ÁNGEL; FUMÁS, 1997), da Nova Zelândia (GUNASEKARAGEA; WILKINSON, 2002), da Itália (BRUNELLO; GRAZIANO; PARIGI, 2001), da Alemanha (ELSTON; GOLDBERG, 2003), da França (ALCOUFFE; ALCOUFFE, 2000 e EL AKREMI; ROUSSEL; TREPO, 2001), entre outros.

Trabalhos semelhantes realizados com empresas latino-americanas são raros. Destacam-se os seguintes estudos: Funchal (2005) e Funchal e Terra (2007), voltados para a determinação dos fatores que influenciam a remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas; Krauter (2006), que investigou os planos de remuneração de executivos baseados em opções de ações cujo preço de exercício é atrelado ao Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), visando a verificar se esses planos contribuem mais para a criação de valor para o acionista, comparativamente aos planos de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo; Camargos, Helal e Boas (2007), que analisaram as variáveis de desempenho financeiro e governança corporativa que explicam a remuneração dos executivos nas empresas brasileiras.

No que se refere especificamente à transparência da remuneração executiva, o número de trabalhos produzidos, mesmo internacionalmente, é mais reduzido. Um resumo dos principais é apresentado no Quadro 1.

AUTOR	ESTUDO
Finch (2006)	Examinou a transparência da remuneração de diretores e executivos de empresas australianas, investigando quanto dos relatórios anuais era destinado a essa evidênciação e a uniformidade da mesma entre as empresas contempladas na amostra.
Clarkson, Van Beuren e Walker (2006)	Estudaram, entre outros aspectos, os fatores determinantes do nível de transparência da remuneração dos <i>Chief Executive Officers</i> (CEOs) de 124 empresas australianas, com base em seus relatórios anuais, durante um período de sete anos (1998 - 2004).
Muslu (2003)	Com base em dados disponíveis nos relatórios anuais de 158 companhias européias entre os anos de 1999 e 2001, examinou a relação entre dois mecanismos de governança: (1) monitoramento pelo Conselho de Administração e (2) adoção e divulgação do pagamento baseado em incentivos.
Coulton, James e Taylor (2001)	Realizaram pesquisa semelhante à de Clarkson, Van Beuren e Walker (2006), utilizando informações de 513 empresas listadas na <i>Australian Stock Exchange</i> (ASX), relativas aos anos de 1998, 1999 e 2000.
Hill (1996)	Discutiu o uso do <i>full disclosure</i> como a ferramenta regulamentar central da remuneração executiva para as empresas australianas, analisando a qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas.

Quadro 1: Alguns estudos sobre a transparência da remuneração executiva.

Fonte: Elaborado pela autora.

No Brasil, destacam-se os trabalhos de Dutra e Busato (2004) com as companhias integrantes do índice FGV-100, assim como o de Nunes e Marques (2005) e Nunes (2008) com companhias abertas que apresentam programas de captação de recursos no exterior, mediante a emissão de *Depositary Receipts* (DR) níveis II e III.

Dutra e Busato (2004) avaliaram as informações relativas aos planos de Opções de Ações divulgadas pelas companhias abertas integrantes do índice FGV-100, com o objetivo de realizar uma comparação entre as regras locais e norte-americanas e o que é efetivamente evidenciado pelas empresas. Os autores constataram que não há uniformidade na evidênciação das informações e que algumas empresas disponibilizam dados insuficientes para a avaliação dos programas.

Nunes (2008) estudou a evolução no comportamento das companhias nacionais relativamente à concessão de opções de ações como forma de remuneração e sua divulgação nos relatórios. Constatou que na maioria das empresas há divulgação de algumas informações

em forma gráfica, omissão em outras e uma grande diferenciação no que diz respeito ao reconhecimento contábil da despesa relacionada à outorga das opções de ações. Além disso, comparando os dados com aqueles obtidos no estudo de Nunes e Marques (2005), o autor identificou que em várias empresas não houve alteração na divulgação de informações relativas aos planos de opções de ações entre os anos de 2003 e 2006.

Quanto ao diferencial desta pesquisa, salienta-se que nos estudos mencionados a amostra utilizada foi bastante restrita, consistindo num total de 21 (DUTRA; BUSATO, 2004) e 15 companhias abertas (NUNES, 2008). No presente estudo, foi utilizada uma amostra de 68 empresas.

Quanto ao objeto de análise, menciona-se o fato de que este também contemplou a informações divulgadas nos *sites* das empresas. A inclusão dessa fonte de consulta é importante na atualidade, pois os *sites* constituem-se ferramentas cada vez mais comuns de disseminação de informações relativas às empresas, inclusive àquelas de natureza contábil.

A utilização da técnica de análise de conteúdo para a localização das informações, também se destaca como um fator relevante. Por meio desta, foi possível localizar e considerar no estudo não apenas informações que estivessem dispostas em nota explicativa exclusiva para divulgação de informações sobre os planos de opções, mas qualquer informação que constasse nos relatórios objetos de análise relativa aos mesmos.

Além disso, outros estudos sobre remuneração por meio de opções de ações avaliaram apenas as práticas de evidenciação dos planos, não tendo sido encontrados trabalhos que buscassem identificar os fatores determinantes de seu nível, sendo, a princípio, um campo de pesquisa que se encontra inexplorado no Brasil.

O presente estudo pretende contribuir com a literatura neste campo temático, trazendo evidências sobre um fator considerado como um dos possíveis geradores de problemas de agência nas empresas na atualidade: a remuneração executiva. Dessa forma, poderá também gerar informações relevantes para futuros trabalhos relacionados às práticas de evidenciação das empresas brasileiras de modo geral. Tais informações poderão ser igualmente úteis ao público investidor que tenha interesse em constatar o engajamento das empresas à questão da transparência e, conseqüentemente, da governança corporativa.

O estudo diferencia-se por usar como base informações cujas decisões de divulgação que podem refletir um possível conflito de interesses entre principais e agentes, contrastando com a maioria da literatura existente, cujo foco de análise são casos nos quais não há um interesse evidente por parte do gestor em não divulgar tais informações e é motivado pela recente discussão no Brasil no sentido de impor regras mais rígidas de divulgação de informações diversas, inclusive relacionadas com a remuneração executiva, como um processo natural de convergência às normas internacionais.

Enquanto, por um lado, os gestores podem realizar uma comunicação segura e confiável com o mercado, otimizando o valor da empresa, por outro, na defesa dos próprios interesses, podem deixar de divulgar informações importantes ou divulgá-las de maneira inadequada, culminando em um custo mais alto de capital e, conseqüentemente, em prejuízo aos acionistas pela redução em seus investimentos (BARAKO, 2007).

No contexto brasileiro em que o maior conflito de agência se dá entre majoritários e minoritários a proteção dada aos acionistas minoritários “depende fortemente da qualidade das informações disponíveis” (CARVALHO, 2007, p. 29). Assim, torna-se relevante aos mesmos conhecer a composição e o funcionamento dos pacotes de remuneração dos principais executivos, já que a sua formulação pode ter influência no resultado da empresa não apenas pelo total pago, que pode ser excessivo, como também pelo fato de que eles representam um instrumento que visa à motivação do executivo e à criação de valor para a empresa.

Constatar os fatores que realmente conduzem ao aumento da transparência nesse âmbito pode servir como um ponto de partida na busca pelo aprimoramento da governança corporativa no Brasil, colaborando tanto para a proteção dos investidores e para convergência com os padrões internacionais, quanto para o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Capítulo 1 – Introdução: neste capítulo são apresentados a contextualização, o problema, o objetivo geral e os objetivos específicos do estudo, bem como são descritas as informações que foram analisadas. Na justificativa, é ressaltada a oportunidade, a contributividade e a relevância da pesquisa.

Capítulo 2 – Revisão de Literatura: este capítulo trata da remuneração por meio de Opções de Ações, apresentando estudos empíricos que testaram hipóteses de relacionamento entre o seu uso e certos problemas de governança. Também é abordada a relevância da transparência da remuneração executiva e realizada uma breve discussão acerca do estágio atual de evolução das normas para evidenciação de tais informações.

Capítulo 3 – Desenvolvimento das Hipóteses de Estudo: este capítulo descreve as hipóteses que embasam o estudo, explicando as relações teóricas entre a variável dependente (nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações) e as variáveis independentes consideradas. Ao longo do texto são mencionados estudos que testaram tais hipóteses, seus resultados, as contradições e a perspectiva de resultado esperado diante da realidade brasileira.

Capítulo 4 – Método de Pesquisa: este capítulo inicia-se com a classificação da pesquisa quanto à sua natureza, à forma de abordagem, aos objetivos e procedimentos. Posteriormente, são descritos a definição da população-alvo, a coleta, o tratamento e a análise dos dados.

Capítulo 5 – Resultados: neste capítulo são evidenciadas as práticas de divulgação de informações relativas aos planos de Opções de Ações, relatadas as principais características das empresas que os utilizam e, ao final, apresentado o relacionamento entre tais práticas e suas características.

Capítulo 6 – Conclusão: este capítulo apresenta os principais aspectos e resultados do estudo, as suas implicações para a academia e para os setores privado e público, as suas limitações e sugere estudos futuros relacionados ao tema.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo é abordada a remuneração executiva por meio de Opções de Ações; são destacados estudos que investigaram os problemas relacionados ao seu uso, e é evidenciada a importância da divulgação adequada de informações sobre a remuneração executiva.

2.1 AS OPÇÕES DE AÇÕES COMO MECANISMO DE INCENTIVO

Os pacotes de remuneração dos altos executivos podem conter diversos componentes nas mais variadas proporções. Sua composição dependerá, basicamente, dos objetivos da empresa e dos recursos de que ela dispõe. A Norma de Pronunciamento de Contabilidade nº 26 do Instituto de Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), que trata da contabilização dos benefícios de empregados e passou a ser obrigatória por força da Deliberação CVM nº 371/00, de 15 de dezembro de 2000, identificou cinco categorias de benefícios comumente encontradas no Brasil: (1) benefícios de curto prazo; (2) benefícios de longo prazo; (3) benefícios pós-emprego; (4) benefícios de demissão e (5) benefícios com base em títulos que dependem do valor de mercado das ações da empresa.

Este estudo tem como foco a última forma de remuneração mencionada, cujo modelo mais comumente utilizado são as Opções de Ações. Um plano de opção de compra de ações (*Stock Options*) é um contrato que dá ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de subscrever ações de uma empresa, a um preço fixo, em determinado período de tempo. Pode também ser definido como um contrato que contém um conjunto de regras estabelecidas em um documento que dá direito ao empregado (no caso, o executivo) de comprar uma ação da companhia em uma data futura, a um preço pré-estabelecido. A opção de ações como remuneração é, portanto, um direito emitido por uma companhia aberta a um indivíduo (CVM, 2007).

As primeiras utilizações de remuneração baseada em ações no Brasil datam da década de 1970, realizadas por empresas norte-americanas instaladas no país, que adotaram para os executivos aqui alocados a metodologia até então utilizada (NUNES, 2008).

O principal objetivo dessa forma de remuneração é conciliar o interesse dos executivos aos dos acionistas, já que os primeiros preocupam-se com os fluxos de caixa no período de sua permanência na empresa. Como consequência desse problema de agência, denominado problema de horizonte, existe a possibilidade de o executivo dar preferência a investimentos ou estratégias operacionais que apresentem menores custos e produzam resultados mais rapidamente, mesmo que isso implique sacrificar investimentos rentáveis no longo prazo (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Pode-se também mencionar seu uso como mecanismo de retenção de talentos (SILVA et al., 2007).

2.2 AS OPÇÕES COMO UM PROBLEMA DE AGÊNCIA

Segundo Jensen, Murphy e Wruck (2004), planos de remuneração por ações mal formulados podem resultar em níveis excessivos de remuneração e destruir, ao invés de criar, valor para a organização. Assim, o foco inicial no “quanto” é pago aos executivos foi ampliado, e maior atenção passou a ser dispensada a “como” os executivos são pagos (JENSEN; MURPHY, 1990).

Nesse sentido, estudos teóricos e empíricos foram realizados, com vistas a testar hipóteses de que a remuneração por meio de Opções de Ações poderia relacionar-se com: (1) problemas motivacionais; (2) mudanças na política de dividendos da empresa; (3) propensão ao engajamento em investimentos mais arriscados por parte dos gestores; (4) influência sobre o preço em ofertas públicas iniciais de ações (IPOs); (5) gerenciamento de divulgação de informações; (6) gerenciamento de resultados e (7) fraudes contábeis. As principais conclusões teóricas e empíricas obtidas pelos mesmos são descritas na seqüência.

As opções podem perder o seu valor motivacional quando o preço da ação cai substancialmente, situando-se abaixo do preço de exercício, pois os executivos percebem poucas chances de exercê-las (MURPHY, 1998). Inicialmente, os acionistas seriam sempre contra qualquer forma de ajuste das opções; entretanto, muitas vezes o fazem pela possibilidade de ocorrência desse efeito desmotivador, bem como por perceberem que mudanças no preço da ação podem ocorrer por fatores alheios à gestão. As formas mais

comuns de ajuste são a reprecificação, o cancelamento e a reemissão, a realização de concessões extras ou a substituição por ações restritivas (SILVA et al., 2007).

Murphy (1998) afirma que, embora as opções de ações busquem uma ligação direta entre as recompensas dos executivos e a valorização no preço das ações da empresa, seus incentivos não são iguais àqueles obtidos pela propriedade das ações devido a uma série de razões. Segundo o autor, as opções recompensam apenas os aumentos no preço das ações e não o retorno total do acionista (que inclui os dividendos), de maneira que os executivos que as possuem são incentivados a evitar a distribuição dos dividendos em favor da recompra.

Com relação aos dividendos, cabe ressaltar que os planos podem prever ajustes no preço de exercício das opções não-exercidas, deduzindo dele o montante equivalente (e proporcional) ao valor dos dividendos e juros sobre o capital próprio por ação pagos pela companhia, a partir da data da outorga da opção. Nesse caso, o efeito seria inverso, já que uma maior distribuição de dividendos permitiria reduzir o preço de exercício da opção.

Visando a testar essa relação, Lambert, Lanen e Larcker (1989) examinaram a associação entre a adoção inicial de Opções de Ações para remunerar altos executivos e subsequentes mudanças na política corporativa de dividendos em 221 companhias da *Fortune* 500. Os resultados indicaram que certos aspectos da política de dividendos das companhias são influenciados pela adoção dessa forma de remuneração, dada sua diminuição comparativamente aos dividendos esperados.

Além disso, uma vez que o valor das opções aumenta com a volatilidade dos preços das ações, os gestores que as possuem são incentivados a engajar-se em investimentos mais arriscados (MURPHY, 1998). Baseado nesse argumento, Sanning (2003) explorou o relacionamento entre as Opções de Ações como mecanismo de remuneração para executivos e o aumento no endividamento da empresa, constatando que tal relação se observa nos casos em que há pouco monitoramento institucional.

Lowry e Murphy (2007) testaram a possibilidade de relacionamento entre o uso de Opções de Ações e a subprecificações em ofertas públicas iniciais, com base em uma amostra de 874 prospectos disponíveis na base de dados *Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System* (EDGAR) entre 1996 e 2000. Considerando que altos executivos podem ter

poder suficiente para influenciar o preço das ações em Ofertas Públicas Iniciais, foi testada a hipótese de que o desconto nos preços das ações de empresas que possuem Opções de Ações seria maior. Contudo, os autores não encontraram evidência dessa relação.

Yablon e Hill (2000) argumentam que diminuições no preço das ações relacionadas com a divulgação de más notícias tendem a ocorrer antes da outorga de opções e que, por outro lado, aumentos no preço das ações relacionados com a divulgação de boas notícias, tendem a ocorrer após a outorga. Isso se dá porque, na maioria das vezes, o preço de exercício da opção é igual ao preço da ação na data da outorga. Aboody e Kasznik (2000) investigaram essa relação, e os resultados de seu estudo sugerem que os executivos utilizam de maneira oportunista a divulgação de informações, com o objetivo de maximizar sua remuneração por meio de Opções de Ações.

Há ainda o fato de que executivos que recebem uma parcela substancial de sua remuneração em forma de Opções de Ações têm um incentivo à manipulação do preço das ações no mercado (YABLON; HILL, 2000). Silveira (2006) investigou se práticas de gerenciamento de resultados são mais comuns em companhias abertas listadas nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa que possuem remuneração por meio de Opções de Ações e não encontrou evidências que suportassem esta hipótese.

Acredita-se que um efeito ainda mais nocivo à empresa, que pode ser causado pelo uso excessivo de Opções de Ações, acompanhado do reconhecimento pelo valor intrínseco (quando a opção é outorgada a um preço de exercício equivalente ao valor de mercado da ação), é a possível manipulação de resultados visando à valorização do preço das ações.

Silva et al. (2007) ressaltam que os usuários das informações contábeis entenderam que foi o uso de planos de Opções de Ações um dos principais pivôs dos escândalos contábeis ocorridos em empresas como Enron e Worldcom, que enriqueceram executivos à custa dos acionistas, principalmente em função das brechas nas regras de evidenciação contábil dos custos ou das despesas oriundas desses planos.

Os autores argumentam que lucros exagerados conduzem a um lucro por ação exagerado. Sendo a valorização da ação uma condição básica para que uma opção seja exercida, defende-se que desconsiderar os custos com a concessão das opções colabora

diretamente para a utilização desenfreada dessa forma de remuneração e para a superavaliação de resultados, uma vez que desperta a ganância dos executivos.

A Figura 1 mostra graficamente os impactos diretos e indiretos da falta de regras claras para a divulgação de informações, na transferência de riqueza dos acionistas para os executivos por meio das Opções de Ações.

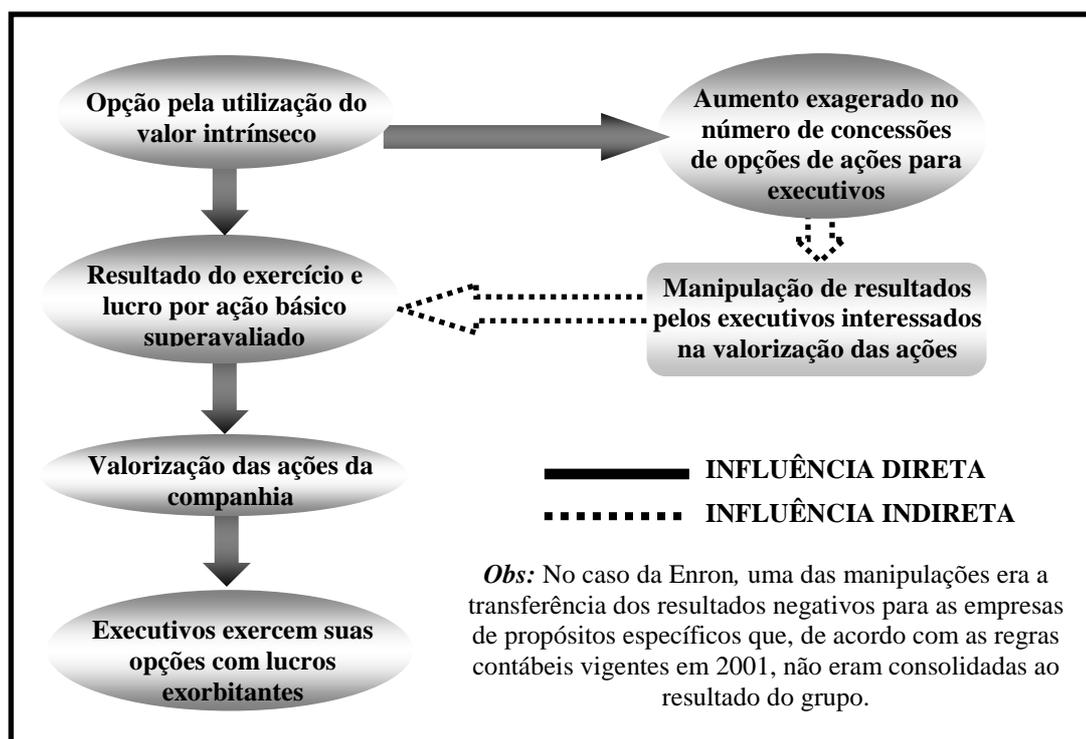


Figura 1: Impactos diretos e indiretos da adoção do valor intrínseco

Fonte: Silva et al., 2007, p. 33.

Entretanto, havendo eficiência de mercado, que pressupõe que o preço atual de mercado de um ativo incorpora todas as informações relevantes, a suposição feita anteriormente torna-se inválida, pois a mesma considera que a divulgação de resultado de exercício e lucro por ação elevado, por si só, já se refletiria na valorização das ações da companhia. Os investidores, portanto, desconsiderariam as outras informações disponíveis.

Embora não seja comprovada uma relação entre a concessão elevada de opções de ações e a adoção do valor intrínseco com as fraudes contábeis amplamente divulgadas pela mídia, o fato é que os planos de Opções de Ações passaram a ser muito questionados a partir de então. Esses fatos, embora negativos, exerceram uma influência positiva no aumento dos

requisitos de divulgação de informações sobre esses planos pelas empresas, tópico abordado a seguir.

2.3 TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO EXECUTIVA

Nesta seção se discute a importância da divulgação de informações sobre a remuneração executiva e, na continuação, faz-se uma breve revisão das normatizações relativas a divulgação de informações sobre os planos de Opções de Ações, em nível norte-americano, internacional e nacional.

2.3.1 Relevância da transparência da Remuneração Executiva

Como ressalta Damodaran (2004), a informação é o lubrificante que habilita os mercados a serem eficientes. Sendo assim, quando as empresas sonegam ou postergam informações, os preços de mercado afastam-se de seu valor verdadeiro, mesmo que o mercado seja de outra forma eficiente. A extensão do problema varia de mercado para mercado, e mesmo dentro de mercados, de empresa para empresa.

Portanto, a divulgação de informações relevantes é vista como essencial para a manutenção da credibilidade e eficiência do mercado e para a proteção dos investidores (HILL, 1996); para a avaliação das oportunidades de investimentos, auxiliando os investidores a alocarem seus recursos de modo mais eficiente, entre as diferentes opções disponíveis (BUSHMAN; SMITH, 2003); para a redução da assimetria informacional, da seleção adversa e do risco do investidor perder para outros mais qualificados, atraindo mais fundos para o mercado de capitais e reduzindo o risco de liquidez (LANZANA, 2004), e para o monitoramento dos gestores das empresas pelos investidores externos (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Salienta-se, ainda, o monitoramento e disciplina promovido pela transparência, já que o gestor/executivo estará mais propenso a se comportar de acordo com os interesses do

proprietário/acionista quando este último estiver informado sobre o que o primeiro está realmente fazendo (EISENHARDT, 1989).

Outro ponto que tem sido objeto de estudo é o reflexo do nível de transparência no custo de capital da empresa (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Como exemplo podem ser citados os trabalhos de Healy, Palepu e Hutton (1998), que constataram que um nível maior de transparência reduz o custo de capital para a empresa, e de Botosan (1997) e Hail (2002), que encontraram a mesma relação para o custo do capital próprio. No Brasil, Lima (2007) pesquisou 23 companhias abertas, constatando que, quanto maior o nível de transparência, menor o custo de capital de terceiros. Alencar (2007) encontrou relação semelhante para as 50 empresas mais líquidas listadas da Bovespa no que diz respeito ao custo do capital próprio.

Especificamente com relação à transparência da remuneração executiva, os defensores da divulgação obrigatória dessas informações pelas empresas esperam reduzir os custos de monitoramento pelos acionistas e os custos de agência relacionados à remuneração (BAHAR, 2005). A adequada divulgação de informações sobre a remuneração executiva também é amplamente reconhecida como o eixo da regulamentação eficaz dessa remuneração e das boas práticas de governança (HILL, 1996). Além disso, como ressaltam Jensen e Murphy (1990), essa transparência salvaguarda o patrimônio da empresa em possíveis casos de conluio entre gestores e conselheiros.

No que se refere a esse tipo de comportamento, o mercado de controle corporativo pode penalizar conselhos de administração que permitem pacotes de remuneração considerados acima do normal (BEBCHUK; FRIED, 2004). Tal argumento é consistente com a visão de Agrawal e Knoeber (1996) de que determinados mecanismos de governança podem agir como substitutos uns dos outros. Ou seja, nas vezes em que o Conselho de Administração falhar em sua tarefa de disciplinar os gestores, considerando nesse contexto o pagamento de remuneração não-condizente com o desempenho da empresa e do gestor em particular, outros mecanismos agirão no sentido de impor tal disciplina.

O mercado de trabalho para os executivos também pode motivar os gestores a preservar sua reputação junto aos empregadores, melhorando seu desempenho. Além disso, o risco de demissão do executivo, como consequência do mercado de controle corporativo, pode exercer grande disciplina aos gestores de baixo desempenho (AGRAWAL; KNOEBER,

1996). Mesmo assim, o papel exercido pelos mercados está longe de ser um mecanismo eficiente e permite substanciais desvios dos resultados obtidos mediante a atuação independente e descomprometida do Conselho de Administração (*arm's-length bargaining*) (BEBCHUK; FRIED, 2004). Além disso, no Brasil, o mercado de controle corporativo é praticamente inexistente.

Bebchuk e Fried (2003) destacam que a abordagem da remuneração executiva como mecanismo de controle baseia-se nos pressupostos da *The Optimal Contracting Approach* (abordagem da contratação ótima), teoria que pressupõe que o Conselho de Administração pode utilizar a remuneração como um mecanismo de incentivo para os gestores, ao menor custo possível para o acionista, originando o contrato ótimo de remuneração. Porém, segundo os autores, há uma visão alternativa, que considera a remuneração não apenas como um mecanismo de controle, mas também como parte do problema de agência em si, conhecida como *Managerial Power Approach* (abordagem do poder gerencial). A idéia principal dessa teoria é que o CEO possui um forte controle sobre o Conselho de Administração, que inclui o poder de fixar uma larga proporção de sua própria remuneração.

Conforme evidenciado por Bebchuk e Fried (2004, p.5), um importante bloco de sustentação da *Managerial Power Approach* é a existência dos chamados *outrage costs*. Ou seja, quando o conselho aprova um pacote de remuneração favorável aos gestores, a extensão com a qual esses conselheiros e executivos suportam custos econômicos e sociais dependerá de como o pacote for percebido pelos *outsiders*. Caso essa percepção seja negativa, pode levar a: (a) reduzir a vontade dos acionistas de resistir a tomadas de aquisição hostis; (b) levar os acionistas a pressionar os gestores e conselheiros; e (c) manchar a reputação dos gestores e conselheiros. Por essas razões, quanto mais negativo for o impacto que se espera gerar pela divulgação de determinado pacote de remuneração, mais relutantes serão os conselheiros em aprová-lo e mais hesitantes serão os gestores em propor o mesmo como primeira opção.

Tal quadro torna explícito o papel do *feedback* social na fixação da remuneração executiva. Segundo os autores, o mercado de trabalho para executivos é influenciado por muitos fatores, incluindo o senso de adição de valor e merecimento social. Ele evidencia que, embora muitos executivos queiram sempre mais, poucos querem parecer gananciosos ou enganadores perante a sociedade. Por isso, o *accountability* promovido às partes interessadas ajuda a criar um senso da remuneração apropriada.

Os autores ainda ressaltam que o papel crítico da percepção dos *outsiders* e a significância dos *outrage costs* explicam a importância de outro componente da *Managerial Power Approach*: a camuflagem (*camouflage*). O desejo de minimizar os *outrage costs* dá aos responsáveis pela remuneração um forte incentivo para tentar obscurecer e legitimar – ou, mais genericamente, camuflar – tanto o nível da remuneração dos executivos quanto a sua insensibilidade ao desempenho (*performance-insensitivity*). Além de permitir que os executivos obtenham benefícios à custa dos acionistas, a camuflagem pode levar à adoção de estruturas ineficientes de remuneração, que ferem os benefícios dos gestores e o desempenho da companhia, impondo custos muito maiores aos acionistas.

O estudo de Swan e Zhou (2006) traz evidências de que uma maior transparência dos contratos de remuneração dos executivos reduz a assimetria de informação, devido ao melhor monitoramento da remuneração dos executivos e de sua relação com o desempenho empresarial. No mesmo sentido, Andjelkovic, Boyle e McNoe (2002) afirmam que a ausência dessa divulgação resulta em consideráveis problemas de agência, menor eficiência das políticas de remuneração e influência do principal executivo sobre o Conselho de Administração.

2.3.2 Normatização Contábil Internacional e Nacional

A primeira regra a tratar da questão dos programas de opções de ações nos Estados Unidos foi a APB nº 25, *Accounting for Stock Issued to Employees*, editada *Accounting Principles Board* em 1972. A regra determinou que as despesas com essa forma de remuneração fossem estimadas pela diferença entre o valor da cotação e o preço de exercício da opção na data em que o preço de exercício e o número de opções são conhecidos. Em outras palavras, determina a consideração do “valor intrínseco” (CVM, 2007).

Por essa regra, se ao conceder as opções a empresa o fizer com um preço de exercício igual ao preço da ação na data da concessão do benefício, o valor de despesa a ser reconhecido será igual a zero. Em 1973 esse pronunciamento já estava defasado, devido à publicação do modelo de precificação de opções *Black-Scholes* (BLACK; SCHOLLES, 1972), que contribuiu sobremaneira para o crescimento do mercado de opções de ações negociadas

publicamente e, por conseguinte, para o uso das opções de ações como remuneração para funcionários e executivos (SILVA et al., 2007).

A discussão da nova norma contábil sobre opções de ações pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB), organismo responsável pela emissão de padrões contábeis nos Estados Unidos, teve início em 1984 e sua publicação concretizou-se em 1995, por meio do *Statements of Financial Accounting Standards 123* (SFAS 123), que sugeriu a utilização do valor justo para a mensuração dos custos ou das despesas com opções de ações. No entanto, a regra permitiu que as empresas continuassem a seguir a norma APB 25 (SILVA et al., 2007 e CMV, 2007), sendo essa a prática geral atual das companhias americanas.

Dessa forma, as firmas que aplicam o método de estimativa do APB nº 25 devem divulgar, em nota explicativa, o valor estimado da concessão desse benefício considerando o conceito do valor justo. Isso implica o uso de um método de precificação adequado para a estimativa da despesa com a vantagem concedida e a demonstração, em nota, de seu efeito no resultado e no lucro por ação (CVM, 2007).

Em nível internacional, até o ano 2000 pouco se divulgava a respeito de pagamentos baseados em ações. Nesse ano, o relatório da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) – *IOSCO's Assessment Report on International Accounting Standards* – considerou que a inexistência de uma norma contábil que tratasse do assunto era uma falha que precisava ser corrigida. Em 2002, o *International Accounting Standards Board* (IASB), organismo responsável pela emissão das normas contábeis internacionais, lançou o primeiro *exposure draft* do *International Financial Reporting Standards* (IFRS 2 – *Share-based Payment*) (ERNEST & YOUNG BRASIL; FIPECAFI, 2008).

Publicado em 2004, o IFRS 2 estabelece que as transações com pagamentos baseados em ações (*share-based payment transactions*) e, conseqüentemente, as opções de ações concedidas a funcionários e executivos devem ser reconhecidas nas demonstrações contábeis por seu valor justo (SILVA et al., 2007).

No que diz respeito à remuneração por ações, a mensuração do montante da transação é feita no início da época da concessão (*grant date*). O processo de avaliação é focado nos termos e nas condições específicas da concessão de ações ou opções de ações, porque não é possível estimar de maneira confiável o valor justo da contribuição que os executivos trazem

à empresa. Pela aplicação de modelos de precificação de opções, o IFRS 2 resulta em uma despesa no resultado, ainda que o preço de exercício da opção concedida seja o mesmo da ação da empresa na data da concessão (CVM, 2007).

No que diz respeito à transparência, o pronunciamento IFRS 2 tem por objetivo permitir que o usuário da informação contábil tenha acesso à divulgação: (a) da natureza e da extensão em que os contratos de pagamento baseados em ações existiram durante o período contábil; (b) do modo como o valor justo foi determinado e (c) do efeito do pagamento das transações baseadas em ações no resultado e na posição financeira no período (CVM, 2007).

No Brasil, a regulamentação ainda é muito incipiente. O Pronunciamento do Ibracon sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados, aprovado pela Deliberação CVM nº 371/00, determina a divulgação, no mínimo, das seguintes informações:

- 1) a natureza e as condições dos planos de opção de compra de ações;
- 2) a política contábil adotada;
- 3) a quantidade e o valor pelos quais as ações foram emitidas.

A Instrução CVM nº 469, de 2 de maio de 2008, estabelece que enquanto a CVM não emitir norma específica regulando a matéria da remuneração baseada em ações em consonância com a IFRS 2, as companhias abertas deverão divulgar nas suas demonstrações financeiras as informações contidas no item 25.10 do Ofício Circular CVM/SNC/SEP/nº 01, de 14 de fevereiro de 2007. Esse ofício, além de trazer uma explanação acerca da regulamentação norte-americana e internacional, elucida os itens de divulgação obrigatória e recomendada, relativos aos programas de remuneração baseados em ações.

O Ofício-Circular esclarece que, para cumprir os objetivos de divulgação e atender ao artigo 176 da lei societária que prevê a divulgação das opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício social, a companhia deve divulgar em Nota Explicativa às Demonstrações Contábeis e no formulário Informações Trimestrais (ITR) as seguintes informações relativas aos Planos de Opções de Ações, sempre comparativamente aos respectivos períodos anteriores:

- I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários);
- II – a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e

expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);

III – o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;

IV – quanto às opções exercidas, descrição das ações entregues, em quantidade, classe e espécie, e o preço total e unitário de exercício relativamente a cada uma das classes e espécies e o respectivo valor de mercado nas respectivas datas;

V – as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;

VI – descrição das eventuais negociações envolvendo ações em tesouraria para efetuar o resgate das opções, indicando a quantidade de ações, por classe e espécie, bem como o valor recebido pela companhia; e

VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.

Quanto ao item VII, um número crescente de companhias tem voluntariamente reconhecido os custos com a concessão de opções de ações na demonstração do resultado, apoiadas no entendimento dos órgãos internacionais no sentido de reconhecer pelo valor justo o efeito no resultado desse tipo de plano de remuneração, mediante aplicação de métodos de precificação adequados. Embora não exista determinação expressa nesse sentido, este também é o entendimento da área técnica da CVM. Assim, as companhias devem divulgar em nota explicativa qual seria o montante do resultado do período e do Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita (CVM, 2007).

Um estudo elaborado pela Ernst & Young Brasil, com apoio acadêmico da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), ressalta a grande dificuldade em comparar o normativo contábil brasileiro ao internacional, dada a diferença existente entre as divulgações requeridas. Apesar disso, o referido estudo apresenta as similaridades e diferenças entre as práticas contábeis brasileiras e normas internacionais de contabilidade (IFRS), assim resumidas (ERNEST & YOUNG BRASIL; FIPECAFI, 2008):

- Itens I ao V do Ofício-Circular da CVM são também requeridos pela Norma Internacional nos parágrafos 44 e 45.

- Item VI do Ofício não tem correspondente na Norma Internacional, que não entra no mérito se a entidade adquirirá ações de própria emissão para quitação da operação.
- Item VII do Ofício requer a divulgação do eventual efeito como se a contabilização tivesse sido efetuada de acordo com a Norma Internacional, enquanto os parágrafos 50 e 51 da Norma Internacional requerem a divulgação do efetivo efeito no resultado e na posição financeira da entidade.
- Por sua vez, as divulgações requeridas nos parágrafos 46 a 49 da Norma Internacional, que tratam da apuração do valor justo dos bens e serviços recebidos e dos instrumentos de capital concedidos, não são requeridos pelo Ofício-Circular da CVM, uma vez que a contabilização seguida é diferente.

Portanto, observa-se que no Brasil, até então, o Ofício-Circular da CVM é a única norma vigente que dispõe sobre a divulgação dos planos de Opções de Ações, apresentando ainda muitas diferenças se comparada às normas internacionais e norte-americanas. Contudo, a partir de 2008, o tema consta da agenda da CVM para regulamentação, em consonância com os padrões internacionais de contabilidade. Com isso, espera-se que, nos próximos anos, regras mais rígidas de divulgação dos planos sejam estabelecidas no Brasil.

3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE ESTUDO

Os possíveis determinantes do nível de transparência da remuneração executiva baseada em opções de ações foram divididos em dois grupos: (1) características de governança corporativa; (2) outros abordados na literatura, aqui denominados “características gerais da empresa”. Esses fatores foram desdobrados em 14 hipóteses de estudo, de maneira a estabelecer a relação de cada uma delas com o nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações. As dez primeiras referem-se às características de governança corporativa das empresas. As demais hipóteses (11 a 14) representam outras características que, segundo a revisão de literatura, também podem exercer influência sobre as práticas de divulgação de informações da empresa. Um resumo do modelo de pesquisa é apresentado na Figura 2:

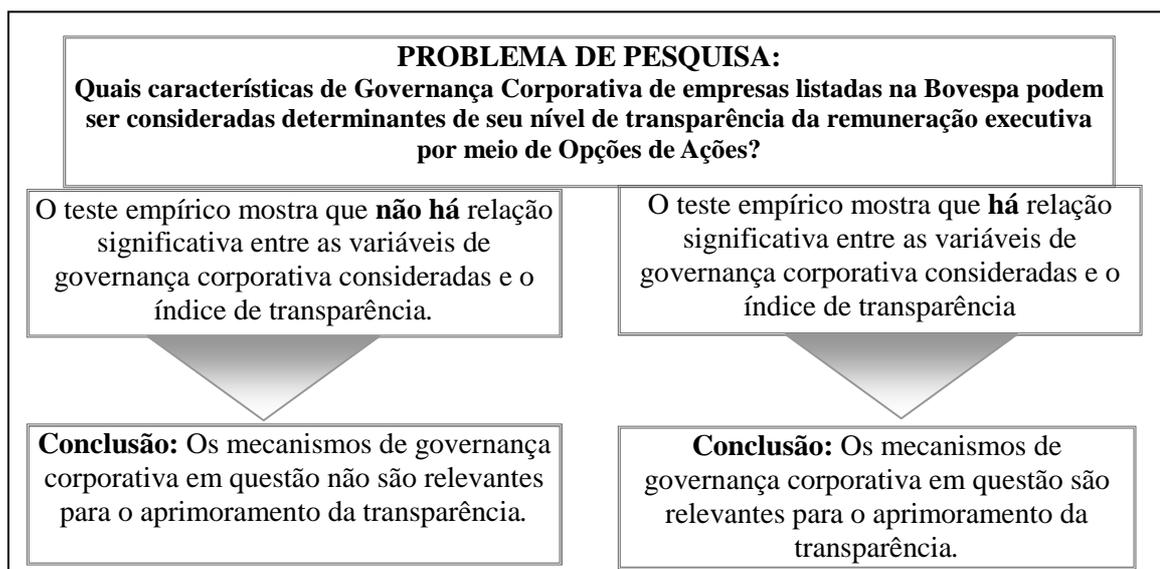


Figura 2: Resumo do modelo de pesquisa.

Fonte: Elaborado pela autora.

As próximas seções se destinam a explicar o relacionamento teórico entre as variáveis independentes que foram consideradas no modelo descrito na Figura 2, e a variável dependente, com base na revisão de literatura realizada e fatores específicos observados no contexto brasileiro.

3.1 CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nessa seção são apresentadas as hipóteses de estudo, que compreendem as características de governança corporativa. Essas características incluem o Conselho de Administração e auditoria, a estrutura de propriedade e o segmento de listagem da Bovespa.

3.1.1 Conselho de Administração e Auditoria

Ao Conselho de Administração cabe a tarefa de representar os interesses dos acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998). Sua missão pode ser sintetizada como “proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento” (IBGC, 2008, p.18). Sendo assim, “Os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse da sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou elegeu” (IBGC, 2008, p. 18).

Entre suas principais atribuições, destaca-se a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO) e a supervisão do relacionamento entre os executivos e as demais partes interessadas (*stakeholders*) (IBGC, 2008, p. 19). O que abrange também a fixação da remuneração dos executivos.

Na visão do *optimal contracting approach*, o Conselho de Administração tenta utilizar a remuneração como um mecanismo de incentivo para os gestores, ao menor custo possível para o acionista. Seria o chamado “contrato ótimo de remuneração”. Esses contratos resultariam da barganha entre os conselheiros e executivos, ou de pressões do mercado que induziriam as partes à adoção do contrato ótimo, mesmo na ausência de barganha. Entretanto, não se pode esperar que nenhuma dessas forças externas produza sobre a remuneração o mesmo efeito objetivado pela barganha (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Uma das características comumente analisadas ao se tentar mensurar a efetividade do Conselho de Administração, sob vários aspectos, é o seu tamanho. Paula e Silva (2001) destaca que é de se esperar que o tamanho do conselho seja bastante influenciado pela história da organização. Contudo, a regra geral estabelece que ele deva ser pequeno o suficiente para

atuar como uma instância deliberativa e grande o necessário para arcar com as suas responsabilidades.

Segundo o autor, o tamanho ideal é bastante subjetivo e, por isso, sempre existe o risco de se formar um conselho muito grande ou muito pequeno. Ressalta também que ele deve ser compatível com as suas atribuições. A existência de comitês, por exemplo, está diretamente relacionada ao tamanho, já que conselhos pequenos podem dificultar o uso deste tipo de estrutura.

O IBGC (2008) recomenda que os Conselhos de Administração devam conter de cinco a nove membros, dependendo do perfil da sociedade. Entretanto, pelos fatores já mencionados, acredita-se que qualquer medida que se tente estabelecer não será apropriada para todas as empresas.

Uma das relações empíricas mais consistentes referente aos Conselhos de Administração é que seu tamanho está negativamente relacionado com a lucratividade da empresa (HERMALIN, WEISBACH, 2003). No Brasil, essa hipótese foi comprovada pelo estudo de Silveira (2002), segundo o qual há uma relação quadrática entre a variável tamanho do conselho e desempenho da empresa, indicando que empresas com conselhos que possuem de quatro a oito membros alcançaram, em média, melhor desempenho.

No que diz respeito ao efeito do tamanho do conselho sobre a remuneração executiva, Andjelkovic, Boyle e Macnoe (2002) destacam que conselhos com grande número de membros podem ter seu poder de decisão diluído, tornando-se mais dominados pelo CEO da empresa e menos efetivos em sua tarefa de disciplinar a remuneração executiva. Destacam também que um grande número de membros torna a responsabilidade individual de cada conselheiro menor, bem como dificulta mudanças nas políticas do conselho.

Já quanto às implicações para a transparência da remuneração, faltam estudos teóricos que abordem a relação entre as variáveis. Laksmana (2007) identificou que o tamanho do Conselho de Administração está positivamente relacionado à transparência da remuneração executiva, argumentando que maiores Conselhos de Administração dispõem de mais recursos para o desempenho de suas funções e tomariam decisões de divulgação de informações mais efetivas. Contudo, não foram encontrados outros estudos empíricos que levassem em conta a variável tamanho do conselho como determinante da transparência. Com

frequência, as únicas variáveis relacionadas ao Conselho de Administração levadas em conta em trabalhos sobre nível de transparência são a sua independência e a sua estrutura de liderança.

O CEO pode exercer influência significativa no processo de nomeação de conselheiros, nas decisões sobre a remuneração e benefícios concedidos, e sobre as chances de esses conselheiros serem convidados a trabalhar em conselhos de administração de outras empresas (BEBCHUK; FRIED, 2003). Dessa forma, existe a possibilidade de que os membros do Conselho de Administração empreendam ações que beneficiam os executivos e prejudicam os acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Para evitar essa influência, a existência de conselheiros não-executivos age como um mecanismo confiável de redução dos conflitos entre principais e agentes (FAMA; JENSEN, 1983). Segundo uma outra linha de raciocínio, Conselhos de Administração que tenham maioria de conselheiros internos podem demandar e valorizar mais a divulgação de informações sobre remuneração executiva, pois buscam evidenciar mais para convencer os acionistas de que não estão transferindo riqueza para si (MUSLU, 2003).

As evidências empíricas são contraditórias. Chen e Jaggi (2000) e Huafang e Jianguo (2007) encontraram uma relação positiva entre a proporção de conselheiros não-executivos e a divulgação voluntária de informações, enquanto Laksmana (2007) constatou tal associação para as informações relativas à remuneração executiva. Entretanto, Muslu (2003) obteve resultados que sugerem que empresas com maior proporção de conselheiros executivos no Conselho de Administração concedem maiores pagamentos baseados em incentivos aos seus executivos e melhoram suas práticas de divulgação da remuneração executiva.

Outro aspecto constantemente defendido como promotor da independência do conselho é a separação entre as funções de principal executivo da empresa (CEO) e presidente do Conselho de Administração (*chairperson*). Como ressalta o IBGC (2008, p. 20),

as atribuições do presidente do Conselho são diferentes daquelas do executivo principal (CEO). Para que não haja concentração de poder em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo dessas funções pela mesma pessoa.

De acordo com a teoria da agência, a combinação das funções (estrutura unitária de liderança) pode prejudicar significativamente as três mais importantes funções do Conselho

de Administração: o monitoramento, a disciplina e a remuneração dos gestores. Esse fator também pode levar o CEO a um comportamento oportunista, devido a sua dominância no conselho (BARAKO, 2007). Esse potencial conflito de interesses tem levado alguns autores a argumentar que há necessidade de separação das funções, ressaltando que o ideal seria que a função de *chairperson* fosse desempenhada por um conselheiro independente (PETRA, 2005).

Forker (1992) encontrou uma relação negativa entre a qualidade da transparência e o desempenho acumulado das funções de CEO e presidente do Conselho de Administração. Huafang e Jianguo (2007) constataram uma relação negativa entre a dualidade das funções e a divulgação de informações voluntárias por empresas listadas na China. Coulton, James e Taylor (2001) não encontraram relação entre a transparência da divulgação de informações sobre a remuneração executiva e diversas características de governança corporativa das empresas (separação das funções de CEO e *chairperson*, qualidade do auditor, composição do Conselho de Administração e estrutura dos comitês).

Diante dos fatores expostos, as seguintes hipóteses de pesquisa são formuladas:

H1: A transparência da remuneração executiva é maior quanto maior o tamanho do Conselho de Administração.

H2: A transparência da remuneração executiva é maior quanto maior a proporção de conselheiros externos no Conselho de Administração.

H3: A transparência da remuneração executiva é maior nas empresas em que a função de principal executivo (CEO) e o cargo de presidente do Conselho de Administração são desempenhadas por diferentes pessoas.

Várias atividades do Conselho de Administração demandam muito tempo e podem ser melhor desempenhadas por comitês especializados. Diversos comitês, compostos por membros do conselho, podem ser formados: Comitê de Auditoria, de Remuneração, de Finanças, de Governança, entre outros (IBGC, 2008). De acordo com as regras estabelecidas pela *New York Securities Exchange* (NYSE), há obrigatoriedade de existência de um Comitê de Remuneração, enquanto, no Brasil, segundo a Lei nº 6.404/76 (art. 52), é necessária a aprovação dos acionistas em assembléia para a implementação de qualquer plano de

remuneração, mas não há obrigatoriedade de constituir um comitê específico com essa finalidade.

A responsabilidade do comitê de remuneração é avaliar e recomendar a remuneração dos altos executivos da empresa e do CEO. Esse comitê pode implementar arranjos de remuneração que ajudem a atingir os objetivos de longo prazo da empresa e a garantir que os interesses dos acionistas não sejam subordinados aos objetivos de curto prazo dos gestores (PETRA, 2005). Piot (2006) sugere que a existência de um comitê de remuneração resulta da necessidade de monitoramento inerente à relação principal-agente.

Ogden e Watson (2004) estudaram o papel desses comitês na determinação da remuneração de executivos em empresas com diferentes estruturas de propriedade. Os resultados encontrados pelos autores sugerem que o comitê de remuneração tem um papel positivo na fixação da remuneração e na melhoria das práticas de governança corporativa. Entende-se, assim, que sua existência poderá também se relacionar com a maior evidenciação de informações sobre essa remuneração, sendo formulada a seguinte hipótese de pesquisa:

H4: A transparência da remuneração executiva é maior nas empresas que têm um comitê de remuneração.

DeAngelo (1981) argumenta que as grandes empresas de auditoria investem mais em manter sua imagem do que aquelas menores, pois tendem a perder mais em casos de danos à sua reputação. Sugere também que as grandes empresas de auditoria têm maior número de clientes e, portanto, são menos dependentes de cada um deles em individual, o que as leva a serem mais comprometidas com a qualidade de seu trabalho do que aquelas empresas menores.

O estudo de Ahmed e Nicholls (1994) documentou uma relação entre o tamanho da empresa de auditoria e a transparência, enquanto no trabalho de Coulton, James e Taylor (2001) não foi constatada tal relação. Assim, para avaliar o papel das empresas de auditoria sobre a transparência da remuneração executiva, a seguinte hipótese de pesquisa foi formulada:

H5: A transparência da remuneração executiva é maior naquelas empresas auditadas por grandes empresas de auditoria.

3.1.2 Estrutura de Propriedade

Investidores individuais que monitoram os gestores absorvem todos os custos da atividade de monitoramento, mas obtêm apenas benefícios proporcionais à sua participação acionária. Devido ao fato de que os benefícios do monitoramento são divididos entre todos os acionistas com base em suas respectivas participações, pequenos acionistas são incentivados a protelar o monitoramento dos investimentos, na expectativa de que algum outro acionista o faça. Esse problema é denominado *free-rider* (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Como consequência, embora possa ser do interesse de um grupo coletivo de acionistas externos empreender ações que busquem disciplinar os gestores, nenhum acionista individual racional fará isso sozinho. Nesse contexto, e na ausência de outros mecanismos de controle, o agente terá relativa liberdade para gerir a empresa de acordo com seus próprios interesses (JENSEN; MECKLING, 1976). O efetivo monitoramento, portanto, é menor do que aquele que ocorreria caso existissem mecanismos apropriados de coordenação das atividades dos acionistas (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

Grandes acionistas obtêm uma larga proporção dos benefícios decorrentes do monitoramento, havendo uma tendência de que os benefícios excedam os custos. Além disso, grandes acionistas são investidores profissionais (gestores de fundos de pensão ou investidores institucionais) experientes na avaliação do desempenho corporativo. Uma vez que seus custos de monitoramento serão menores que os suportados por acionistas menos qualificados, sua presença deve acarretar o aumento de monitoramento, a diminuição de custos de agência e o aumento no valor da empresa (BYRD; PARRINO; PRITSH, 1998).

No Brasil, a partir dos anos 1990, os investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, passaram a buscar uma participação mais ativa nos conselhos de administração, adquirindo participação significativa em empresas como Perdigão, Acesita, Companhia Siderúrgica Nacional, Vale do Rio Doce, entre outras. Esses investidores institucionais têm modificado sua atitude, tornando-se mais atuantes (CARVALHO, 2007).

Tal mudança de atitude somou-se à internacionalização do mercado de capitais brasileiro, com um número crescente de empresas que acessam o mercado internacional por

meio de *American Depositary Receipts* (ADRs); à abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais e ao aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional, acarretando uma demanda crescente por melhorias nos padrões de governança corporativa (CARVALHO, 2007). Os fatores que justificam a qualidade da interferência dos investidores institucionais na governança corporativa das organizações são seu foco, seu profissionalismo e sua visão do todo (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Strivens, Espenlaub e Walker (2007) investigaram a influência dos investidores institucionais sobre a remuneração dos CEOs em empresas do Reino Unido. Os resultados obtidos indicam que a presença de um grande acionista institucional, ou uma grande concentração de investidores institucionais, reduz significativamente a magnitude dos salários e bônus pagos aos CEOs, aumentam significativamente a relação entre bônus e desempenho da empresa, bem como reduzem as taxas de aumento de salários, benefícios e bônus.

Os investidores institucionais desempenham um importante papel no monitoramento das práticas divulgação de informações pelas empresas, de maneira que os gestores podem evidenciar mais informações voluntariamente, como forma de corresponder às expectativas desses investidores (BARAKO, 2007). Tal relação foi constatada por Carson e Simnett (1997) que encontraram uma relação positiva significativa entre o percentual de propriedade de investidores institucionais e as práticas corporativas de divulgação de informações voluntárias pelas empresas listadas na Austrália.

O papel dos investidores estrangeiros foi igualmente investigado. Haniffa e Cooke (2002) encontraram uma relação positiva entre a proporção de ações possuídas por investidores estrangeiros e o nível de transparência de informações voluntárias pelas companhias listadas na Malásia. Os autores argumentam que, diante da existência de investidores estrangeiros, existe uma maior necessidade de divulgação de informações, como forma de monitoramento das ações dos gestores pelos mesmos.

Portanto, as seguintes hipóteses de pesquisa são formuladas:

H6: A transparência da remuneração executiva é maior quanto maior a participação de investidores estrangeiros entre os cinco maiores acionistas da empresa.

H7: A transparência da remuneração executiva é maior quanto maior a participação de investidores institucionais entre os cinco maiores acionistas da empresa.

Embora internacionalmente muitas pesquisas tenham como foco os problemas de agência causados pela propriedade dispersa, é amplamente reconhecido que, em países em desenvolvimento e na Europa Continental, o principal problema de agência é o potencial de expropriação dos minoritários pelos controladores. Como no Brasil uma parcela expressiva das ações não dá direito a voto, por serem preferenciais nominativas (PN), a grande concentração de controle nas empresas e os desvios de direitos contribuem sobremaneira para a intensificação do problema de expropriação dos acionistas controladores sobre os fluxos de caixa da empresa e, conseqüentemente, sobre os acionistas minoritários (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005).

Como destaca Silveira (2002), esse quadro reduz significativamente os benefícios de se ter um grande acionista controlador, sobretudo como monitor mais eficaz dos gestores da empresa. Portanto, como decorrência da concentração de poder, os membros do Conselho de Administração são em sua maioria indicados pelo acionista controlador. Por isso, sua independência e sua postura ativa em prol de todos os acionistas ficam comprometidas.

Na busca da maximização dos próprios interesses, os acionistas majoritários podem agir com oportunismo, acabando por expropriar os acionistas minoritários (ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005). Os acionistas controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa de várias formas. Entre as alternativas pode-se mencionar o simples pagamento de salários excessivos a si próprios; a auto nomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou para familiares; a realização de transações a preços privilegiados com empresas do grupo controlador (OKIMURA, 2003); o acesso a empréstimos em condições privilegiadas; a obtenção de benefícios em transações pessoais, com uso do alto poder de barganha ou do prestígio da organização no ambiente de negócios e o uso fechado de informações privilegiadas (ato de *insider trading*) (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

A concentração de voto também pode gerar reflexos na transparência, pois empresas com grandes acionistas controladores possuem fortes incentivos para empreender práticas inadequadas de evidenciação, já que a divulgação de certas informações poderia tornar os benefícios individuais dos acionistas controladores visíveis aos interessados externos (*outsiders*) que, por sua vez, poderiam empreender ações disciplinares contra os mesmos (TINAIKAR, 2006). Becht (1997) apontou os reflexos das combinações entre a concentração

de propriedade e o poder de voto sobre a transparência, os quais estão sintetizados no Quadro 2.

	PODER DE VOTO DISPERSO	PODER DE VOTO CONCENTRADO
P R O P R I E D A D E D I S P E R S A	I	II
	<p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - liquidez; - possibilidade de diversificação de investidores; - mais baixo custo e capital. <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - falta de monitoramento direto (problema de <i>free-riding</i>, “<i>hands off</i>” <i>portfolio investment</i>); - <i>takeovers</i> são possíveis, não agindo como um substituto do monitoramento direto. <p style="text-align: center;">Implicação para a transparência:</p> <p>Positiva: executivos e proprietários dispersos aumentam a transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos executivos”</p>	<p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - monitoramento direto; - mais liquidez que na situação IV; - mais diversificação que na situação IV; - menor custo de capital que na situação IV; <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - desalinhamento entre o direito ao fluxo de caixa e voto; - provável conspiração entre executivos fracos e grandes controladores; - fortes incentivos à expropriação de benefícios privados pelos grandes controladores; - não há <i>takeovers</i>. <p style="text-align: center;">Implicação para a transparência:</p> <p>Negativa: controladores e executivos são opostos à transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos acionistas controladores não majoritários”</p>
P R O P R I E D A D E C O N T R O L A D A	III	IV
	<p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - alguma proteção é dispensada aos pequenos acionistas, devido à restrição de votos; <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - desalinhamento entre o direito ao fluxo de caixa e voto; - não há monitoramento; - não há liquidez; - não há oportunidades de diversificação; - alto custo de capital; - restrição a <i>takeovers</i>. <p style="text-align: center;">Implicação à transparência:</p> <p>Não foram identificadas desvantagens ou vantagens diretamente associáveis à transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos executivos”</p>	<p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - monitoramento direto; - alinhamento entre os direitos a fluxo de caixa e votos; <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - pouca ou nenhuma liquidez - dificuldade de diversificação; - o acionista controlador deseja ser compensado através de benefícios privados, facilitando a expropriação; - alto custo de capital; - o monitoramento pode ser demasiadamente intenso, prejudicando a administração; - não há <i>takeovers</i>. <p style="text-align: center;">Implicação à transparência:</p> <p>Negativa: grandes controladores se opõem à transparência.</p> <p style="text-align: center;">“Poder nas mãos dos acionistas majoritários”</p>

Quadro 2: Efeitos da separação entre propriedade e controle

Fonte: Becht (1997, p. 25).

Constatando as informações dispostas no Quadro 2, Tinaikar (2006) obteve evidências de que a separação entre os direitos de controle e de fluxos de caixa permite aos acionistas controladores obterem benefícios particulares utilizando a remuneração e de que as divergências de controle nas empresas em questão acarretam baixos níveis de transparência relacionada à remuneração executiva.

Diante desses fatos, com relação à concentração de poder de voto nas empresas, a seguinte hipótese de estudo foi formulada:

H8: A transparência da remuneração executiva é maior nas empresas em que a alavancagem de controle é menor.

Para medir a relação entre o percentual do poder de voto do acionista controlador e o percentual dos seus direitos aos fluxos de caixa foi utilizada a variável alavancagem de controle. Tal variável foi utilizada no estudo de Lima e Terra (2005, p. 8), com o objetivo de identificar os determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações financeiras. Os autores destacam que a variável “indica a propensão dos controladores para extrair benefícios privados do controle da companhia”.

3.1.3 Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa

O Novo Mercado funciona como um *selo de qualidade*, cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos. Reconhecendo que as regras estabelecidas para o Novo Mercado são bastante restritivas e que muitas empresas não terão condições de satisfazê-las, a Bovespa optou pela criação de outros dois níveis de governança (denominados Nível 1 e Nível 2). Desse modo, há quatro mercados (ou quatro selos): mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (CARVALHO, 2007).

No Novo Mercado são classificadas as empresas que optam pela adoção de práticas de governança mais rígidas que aquelas presentes na legislação brasileira. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias

e oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados com uma alternativa mais ágil e especializada (IBGC, 2008).

As companhias listadas no Nível 1, o mais simples nível de governança corporativa da Bovespa, comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com metas de dispersão acionária. Para a classificação como companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários (IBGC, 2008).

Diante das exigências para inclusão das empresas no Novo Mercado e nível 2 de Governança Corporativa, espera-se que as empresas listadas nesses segmentos tenham maior comprometimento com a questão da transparência e, portanto, evidenciem mais informações voluntariamente, inclusive sobre a remuneração de seus principais executivos. Esse resultado foi encontrado na pesquisa de Costa, Goldner e Galdi (2007), destinada a identificar os fatores determinantes da transparência pelos maiores bancos brasileiros. Portanto, a seguinte hipótese de pesquisa é formulada:

H9: A transparência da remuneração executiva é maior nas empresas listadas nos níveis 2 e Novo Mercado da Bovespa.

American Depositary Receipts (ADR) são recibos de depósito de títulos e valores imobiliários de empresas não-americanas, negociáveis no mercado norte-americano, em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão. Os quatro níveis possíveis (Nível I, II, III e Regra 144a) são diferenciados principalmente quanto ao modo e meio de negociação, às exigências de transparência, à adequação às normas da *Securities and Exchange Commission (SEC)* e à observância dos *Generally Accepted Accounting Principles in the United States (US GAAP)* (LIMA, OZAWA E GOULART, 2007).

Considerando que a elaboração de informações por parte das empresas acarreta diversos custos, que são ainda mais elevados para as empresas que desejam emitir ADRs Níveis II e III, e que a divulgação de informações colabora para a redução do custo de capital das empresas, é de se esperar que as empresas que as negociem venham a divulgar as informações elaboradas para atender às exigências da SEC também no Brasil.

Os resultados da pesquisa de Costa, Goldner e Galdi (2007) permitem inferir que a emissão de ADRs é um dos fatores que influenciam para que os maiores bancos brasileiros tenham um maior nível de transparência. Formula-se, portanto, a seguinte hipótese de pesquisa:

H 10: A transparência da remuneração executiva é maior nas empresas que negociam ADRs níveis II e III.

3.2 CARACTERÍSTICAS GERAIS DA EMPRESA

Em praticamente todos os estudos relativos à transparência, o tamanho da empresa apresentou-se como um importante determinante. Como exemplo, podem ser citados os trabalhos de Belkaoui-Hiahi (2001); Chow e Wong-Boren (1987); Huafang e Jianguo (2007); Lang e Lundholm (1993); Owusu-Ansah (1998); Wallace e Naser (1995) e Wallace, Naser e Mora (1994). No estudo de Costa, Goldner e Galdi (2007) tal relação também foi constatada.

No que diz respeito especificamente à transparência da remuneração executiva, Coulton, James e Taylor (2001) constataram que grandes empresas revelam mais informações sobre a remuneração de seu principal executivo (CEO). No mesmo sentido, o estudo de Finch (2006) mostrou que grandes empresas empreendem altos níveis de inovação em suas práticas de evidenciação de informações voluntárias sobre a remuneração executiva, promovendo uma discussão mais detalhada da relação entre políticas de remuneração e desempenho da empresa. Assim, a seguinte hipótese de pesquisa é formulada:

H11: A transparência da remuneração executiva é maior quanto maior a empresa.

Ahmed e Nicholls (1994) argumentam que, em países onde as instituições financeiras são a fonte primária de recursos para as empresas, inicialmente, há uma tendência de que as companhias que possuem grandes somas de dívidas em seus balanços divulguem uma maior quantidade de informações em seus relatórios anuais. O argumento é que as empresas prepararam informações detalhadas para melhorar suas chances de obter recursos junto às instituições financeiras.

Os resultados empíricos são diversificados. É possível encontrar estudos que evidenciam uma relação positiva entre a presença de capitais de terceiros e a transparência, como, por exemplo, o de Bradbury (1992). Contudo, outros não encontraram relação significativa entre as variáveis, como os de Hossain, Tan e Adams (1994) e Mckinnon e Dalinathe (1993). Para investigar a relação entre a participação de capital de terceiros e as práticas de divulgação de informações sobre a remuneração executiva por empresas brasileiras, a seguinte hipótese de pesquisa foi formulada:

H12: A transparência da remuneração executiva é maior, quanto maior a presença de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa.

Há uma tendência de que gestores de empresas lucrativas divulguem um maior número de informações de maneira voluntária, para aumentar o valor da empresa, influenciar suas remunerações e o valor de seu capital humano no mercado de trabalho competitivo (BARAKO, 2007). Em contraste, empresas com rentabilidade mais baixa podem ter maiores incentivos à divulgação de informações na tentativa de reduzir a incerteza do investidor, tornando claras suas políticas operacionais e de processos (EL-GAZZAR; FORNARO; JACOB, 2006).

Refletindo tal contradição, os resultados de estudos prévios não são conclusivos. Wallace e Naser (1995) e Owusu-Ansah (1998) obtiveram evidências de que a lucratividade influencia positivamente a transparência da empresa. Entretanto, Wallace, Naser e Mora (1994) não encontraram relação significativa entre tais variáveis, enquanto Lang e Lundholm (1993) sugerem que ela não é clara. Objetivando encontrar a relação entre a participação de capital de terceiros e as práticas de divulgação de informações sobre a remuneração executiva pelas empresas brasileiras, é formulada a seguinte hipótese de pesquisa:

H13: A transparência da remuneração executiva é maior em empresas mais lucrativas.

Wallace e Naser (1995) afirmam que os órgãos reguladores, os investidores e as instituições financeiras preocupam-se com a situação da empresa e, portanto, com sua habilidade de honrar as dívidas de curto prazo. Tal fato pode sugerir que a alta liquidez da empresa está associada a um maior nível de transparência. Por outro lado, Wallace, Naser e Mora (1994) argumentam que as empresas de baixa liquidez tendem a divulgar uma

quantidade maior de informações para justificar sua situação e, em seu estudo, documentaram uma significativa associação negativa entre a liquidez e as práticas de divulgação de informações por empresas Espanholas não listadas.

Diante de tal fato, a seguinte hipótese de pesquisa é formulada:

H14: A transparência da remuneração executiva é maior em empresas com maior grau de liquidez.

3.3 SÍNTESE DAS HIPÓTESES DE ESTUDO

Figura 3 apresenta um resumo das hipóteses formuladas, bem como da relação esperada entre as mesmas e a variável dependente:

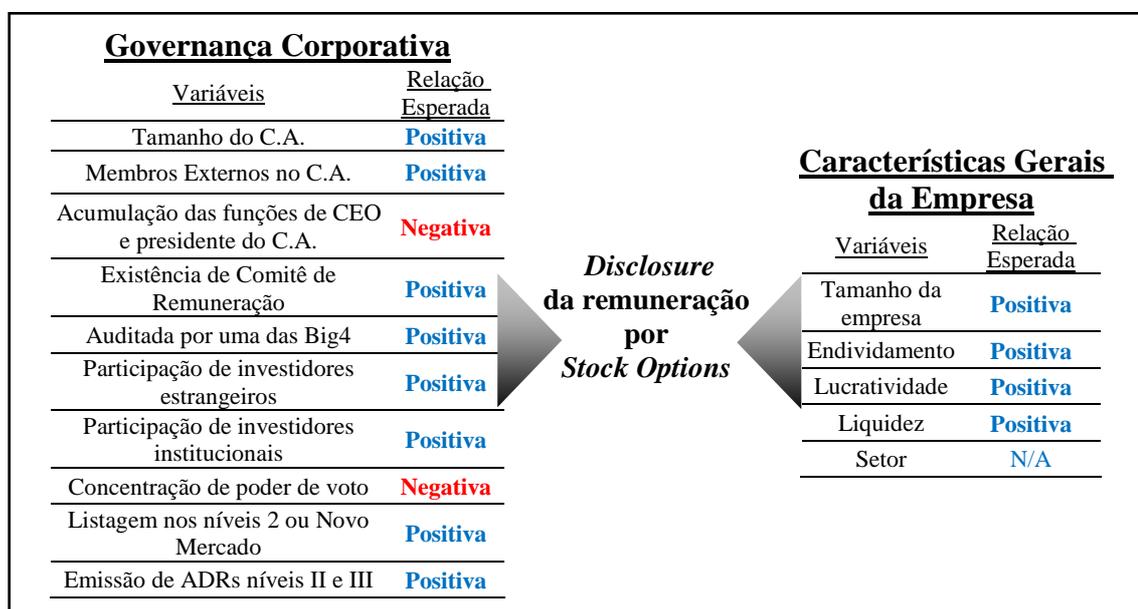


Figura 3: Síntese das hipóteses de estudo

Fonte: Elaborado pela autora.

O setor da empresa foi incluído como uma variável de controle. Wallace, Naser e Mora (1994) sugerem que as empresas de determinados setores podem enfrentar circunstâncias específicas que influenciem suas práticas de divulgação de informações. Adicionalmente,

Owusu-Ansah (1998) afirma que as empresas que operam em setores nos quais há grande regulamentação podem estar sujeitas a controles rigorosos, que possivelmente causem impacto sobre sua transparência. No Brasil, Lima (2007) constatou que determinados setores da economia brasileira destacam-se com um “ótimo” nível de divulgação de informações voluntárias: aviação, química e petroquímica e energia; “bom” nível de divulgação: mineração, siderurgia e metalurgia e papel e celulose; e nível “regular” de divulgação: Telecomunicações, e *disclosure* “ruim”: alimentos, bebidas e fumo. Isso demonstra que o setor exerce influência sobre a transparência das empresas.

4 MÉTODO DE PESQUISA

O objetivo desta seção é caracterizar a pesquisa, em termos dos métodos utilizados, da população-alvo estudada, bem como identificar como se deram a coleta, tratamento e a análise dos dados, apresentando, por fim, as limitações do método de pesquisa.

4.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Silva (2003, p. 59) afirma que “a escolha da metodologia oscila de acordo com os objetivos traçados pela pesquisa e o problema a ser investigado”. A classificação é, portanto, posterior à definição do problema e dos objetivos pretendidos. De forma geral, uma pesquisa pode ser classificada com relação à natureza, à forma de abordagem, aos objetivos e aos procedimentos. Observando os objetivos estabelecidos nesta pesquisa, ela obedece à seguinte classificação:

- quanto à natureza, a pesquisa é aplicada, pois “objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais” (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20);
- quanto à abordagem, a pesquisa é quantitativa, uma vez que se destina a comprovar ou rejeitar estatisticamente as hipóteses previamente sugeridas. Para Richardson (1999, p. 70), a abordagem quantitativa “caracteriza-se pelo emprego de quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas”;
- quanto aos objetivos, a pesquisa é explicativa, já que se destina a identificar os fatores que explicam o maior ou menor nível de transparência por parte das empresas. Silva (2003) salienta que a pesquisa explicativa é aquela que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica as razões;
- quanto aos procedimentos técnicos, a pesquisa é documental, uma vez que utilizara informações disponibilizadas nos relatórios das empresas. A notabilidade da pesquisa

documental justifica-se “no momento em que se podem organizar informações que se encontram dispersas, conferindo-lhes uma nova importância como fonte de consulta” (BEUREN, 2006, p. 89).

4.2 POPULAÇÃO-ALVO

A população-alvo do estudo foi composta pelas companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 2008 que divulgaram possuir planos de Opções de Ações ativos em 31/12/2007.

Visando identificar o maior número possível de empresas que se enquadrassem em tais características, a definição da população-alvo foi feita de três formas distintas e complementares. Inicialmente, o sistema de Informações Periódicas e Eventuais (IPE) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi consultado. Na categoria de busca “Plano de Opções” para o período entre 01/01/2000 e 19/08/2008, foram constatadas 70 ocorrências.

A principal limitação desta busca reside no fato de que essa categoria de envios é relativamente recente, e documentos enviados antes da sua criação podem não ter sido reclassificados. Sendo assim, algumas das empresas que tiveram seus planos de Opções de Ações aprovados antes do ano de 2006 não constavam na consulta. Além disso, a busca não permite saber se já foram realizadas outorgas pelos referidos planos.

Posteriormente, procedeu-se à busca por informações nas DFPs e nos *sites* das empresas, através do *link* disponibilizado pela Bovespa. Para esse procedimento de busca, foram encontradas algumas dificuldades: (1) para muitas empresas, o *link* para o *site* não é disponibilizado; (2) no período da consulta (entre janeiro e junho de 2008), algumas empresas ainda não haviam divulgado as DFPs relativas ao ano de 2007; (3) não era possível identificar quando a ausência de informações devia-se a não utilização de Opções de Ações ou à carência de divulgação adequada.

Por tais razões, um critério alternativo de busca baseou-se no envio de um questionário simples (três perguntas) ao diretor de relação com investidores, cujo contato é fornecido no

site da Bovespa (APÊNDICE I). Dos cerca de 570 questionários enviados, foram obtidas apenas 109 respostas, ou seja, cerca de 19%.

Após os levantamentos citados, espera-se ter identificado, se não a totalidade, a grande maioria da população-alvo. Considerando esse fato, o estudo não se baseia em dados de uma amostra, mas sim em um censo. A lista final das 68 companhias consideradas no estudo consta no APÊNDICE II.

4.3 COLETA DE DADOS

A coleta de dados exigiu a construção de uma forma de medir a variável dependente do estudo, aqui denominada de *nível de transparência da remuneração executiva*, e o levantamento de suas características explicativas. Em seguida, foi necessário estabelecer um método de análise que permitisse a enumeração das informações para posterior pontuação de acordo com o índice pré-estabelecido. O objetivo deste capítulo é explicar como se deu tal processo, indo desde a definição do índice de transparência até a indicação das fontes utilizadas para coleta das variáveis independentes.

4.3.1 Construção do Índice de Transparência da Remuneração

Para classificar as companhias de acordo com o nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações, tornou-se necessário estabelecer um *índice de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações*. A procura pelo índice mais adequado iniciou-se pelo levantamento dos estudos realizados sobre o tema, avaliando os critérios utilizados para a construção dos diversos índices de transparência, sintetizados no Quadro 3.

AUTOR	CRITÉRIOS DE CONSTRUÇÃO DO ÍNDICE
Coulton, James e Taylor (2001)	Observou, basicamente, os dispositivos legais que regulamentam a divulgação de informações sobre a remuneração executiva no país (Austrália). Os componentes considerados no índice foram: política de remuneração, discussão <i>pay-for-performance</i> , valor da remuneração do CEO e valor, número, detalhes específicos e condições de exercício das opções de ações.
Muslu (2003)	O índice de transparência foi composto por uma <i>proxy</i> entre o tipo, a qualidade e o nível de divulgação da remuneração. Com relação ao tipo, as companhias poderiam obter um ponto para cada informação a respeito das formas de remuneração evidenciadas. Quanto à qualidade, foram considerados itens para os quais, em conjunto, as companhias poderiam receber nota de 0 a 2 pontos. Por fim, para nível de transparência, a pontuação obtida pela empresa também poderia variar entre 0 e 2.
Clarkson, Van Beuren e Walker (2006)	Os autores também construíram o índice a partir das disposições regulamentares vigentes na Austrália. Comparativamente ao índice utilizado por Coulton, James e Taylor (2001), os autores optaram por maior detalhamento dos componentes da remuneração para fins de pontuação.
Tinaikar (2006)	O autor optou pela utilização de um índice baseado na similaridade existente entre as disposições regulamentares canadenses e americanas. O índice consistiu numa relação de 12 perguntas sobre diversos itens de <i>disclosure</i> da remuneração executiva, para os quais a empresa poderia demonstrar um “bom nível de divulgação” (1 ponto) ou “divulgação ruim/incompleta” (0 pontos).

Quadro 3: Critérios de elaboração dos índices de transparência da remuneração

Fonte: Elaborado pela autora.

Com exceção do índice usado por Muslu (2003), todos os demais se basearam total ou parcialmente em divulgação de natureza obrigatória. No Brasil, como abordado na seção 2.3.2, a regulamentação ainda é muito incipiente, de modo que poucas informações são de divulgação obrigatória. No entanto, existe um movimento no sentido de harmonização com as normas internacionais, que se reflete na publicação, desde o ano de 2004, de recomendações da CVM relativas à divulgação de informações sobre a remuneração por meio de Opções de Ações, por meio de Ofícios-Circulares.

O índice utilizado neste estudo, portanto, baseou-se no Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007, de 14 de fevereiro de 2007. O ofício foi detalhado, a fim de torná-lo mais específico. O procedimento, portanto, consistiu em pontuar cada ocorrência de informação em 1 (um) ponto. Dessa forma, tanto para as informações obrigatórias de acordo com o Pronunciamento do Ibracon sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados, aprovado pela Deliberação CVM nº 371, quanto para as demais, foi atribuído o mesmo peso.

As pontuações máximas por item são indicadas no Quadro 4.

ITEM DO OFÍCIO-CIRCULAR	PONTUAÇÃO MÁXIMA NO ITEM
I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários);	07
II – a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);	11
III – o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;	01
IV – quanto às opções exercidas, descrição das ações entregues, em quantidade, classe e espécie, e o preço total e unitário de exercício relativamente a cada uma das classes e espécies e o respectivo valor de mercado nas respectivas datas;	0
V – as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;	02
VI – descrição das eventuais negociações envolvendo ações em tesouraria para efetuar o resgate das opções, indicando a quantidade de ações, por classe e espécie, bem como o valor recebido pela companhia; e	0
VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.	02

Quadro 4: Índice de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações

Fonte: Elaborado pela autora, com base no Ofício-Circular CVM (2007).

O item IV se aplicaria às companhias cujos planos já possibilitassem o exercício durante o ano de 2007. Como pode-se observar pelos resultados desse estudo, grande parte dos planos de Opções de Ações no Brasil foram aprovados entre 2005 e 2007. Como esses planos geralmente contam com um prazo de carência, que pode variar, para muitos dos planos abrangidos por este estudo o direito de exercício às opções ainda não havia sido adquirido até 31/12/2007. Portanto, esse item do ofício não foi pontuado na análise. O mesmo ocorre com o item VI, uma vez que sua ocorrência vincula-se ao resgate de opções.

Considerando que o índice foi aplicado tanto às DFPs quanto às informações disponibilizadas nos *sites*, a pontuação máxima que poderia ser obtida pela empresa totalizaria 46 pontos. Uma descrição detalhada das informações coletadas no índice de transparência é fornecida no APÊNDICE III.

4.3.2 Identificação do Nível de Transparência

A coleta de dados foi composta por duas etapas distintas. A primeira foi realizada com o propósito de determinar a variável dependente do estudo. Para tanto foi utilizada a análise de conteúdo que, segundo Bardin (2004, p. 37), consiste em

(...) um conjunto de técnicas de análise das comunicações, visando obter, por procedimentos sistemáticos e objectivos de descrição de conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens.

Essa técnica conta com diferentes fases, organizadas em torno de três pólos cronológicos (BARDIN, 2004):

(a) Pré-análise: é a fase de organização do material propriamente dita. Tem como objetivo tornar operacionais e sistematizar as idéias iniciais, conduzindo a um esquema preciso de desenvolvimento das operações sucessivas, ou seja, a um plano de análise. Basicamente, nessa fase, é conduzida a definição dos objetivos, a escolha dos documentos a serem analisados e a elaboração de indicadores que possam fundamentar a interpretação final.

O objetivo central do uso da análise de conteúdo neste estudo é a obtenção de um índice individual de transparência para cada uma das empresas, com base na observação dos documentos. Segundo a autora, a escolha dos documentos a serem submetidos à análise depende diretamente dos objetivos que se propõe atingir com a pesquisa. Portanto, a escolha dos documentos contemplados na análise baseou-se no fato de serem aqueles em que há maior probabilidade de ocorrência das informações buscadas.

Assim, foram definidos os Relatórios de Administração e as Notas Explicativas como documentos-base para efetuar as buscas. Considerando que atualmente a internet tem sido

usada como um importante meio de comunicação nos mais diversos sentidos, muitas empresas, através de seus *sites*, divulgam informações diversas que possam interessar aos usuários externos. Devido a esse fato, a busca e a análise de informações no presente estudo também cobriram os *sites* das empresas.

Nessa etapa, também deve realizar-se um trabalho preparatório, visando à organização sistemática das informações (BARDIN, 2004). No presente estudo, correspondeu à busca por informações, utilizando determinadas palavras-chave, definidas com base na revisão de literatura. Assim, para cada empresa foi criado um arquivo no qual os trechos extraídos das referidas demonstrações e sites foram compilados para posterior análise. Principalmente devido à falta de padronização dos *sites*, o agrupamento dessas informações demandou considerável tempo e esforço de pesquisa. O APÊNDICE IV traz a folha de coleta das informações para a empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

(b) Exploração do material: se convenientemente concluídas as operações de pré-análise, essa fase consistiu-se na codificação, no desconto ou na enumeração das informações em função das regras pré-estabelecidas (BARDIN, 2004). Trata-se, pois, da fase em que são pontuadas as informações selecionadas nos documentos a partir do índice de transparência pré-estabelecido. O APÊNDICE V exemplifica a aplicação do índice para a empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

(c) Tratamento dos resultados, inferência ou interpretação: consiste na fase em que os resultados obtidos são tratados a fim de se tornarem significativos e válidos, condensando e pondo em relevo as informações fornecidas para análise (BARDIN, 2004). Como a fase final da análise de conteúdo, essa etapa correspondeu àquela em que foi definitivamente estabelecido o nível de transparência para cada empresa, com base na etapa imediatamente anterior, mediante tabulação dos dados.

4.3.3 Coleta das Variáveis Independentes

A segunda etapa foi destinada a coletar as informações acerca das variáveis independentes, cujas fontes são reveladas no Quadro 5.

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	SÍMBOLO	FONTE DE COLETA
Governança Corporativa		
Tamanho do Conselho de Administração	TOT	IAN
Membros externos no Conselho de Administração	EXT	IAN
Estrutura de liderança do Conselho de Administração	DUAL	IAN
Comitê de Remuneração	CREM	Sites, questionários, Planos
Auditoria Externa	BIG4	IAN
Acionistas Estrangeiros	ESTR	IAN
Investidores Institucionais	INST	IAN
Alavancagem de controle	ALAV	Economática
Classificação BOVESPA	SEG	Site Bovespa
Emissão de ADRs níveis II e III	ADR	Site adr.com
Características da Empresa		
Tamanho da empresa	TAM	Economática
Grau de endividamento	END	Economática
Lucratividade	ROA	Economática
Liquidez	LIQ	Economática
Variável de controle		
Setor	SETOR	Site Bovespa

Quadro 5: Fonte de coleta das variáveis independentes

Fonte: Elaborado pela autora.

As fontes de coleta, portanto, foram as Informações Anuais (IAN) das empresas, obtidas no programa divulgação externa, e o banco de dados da Economática. Os dados obtidos junto ao banco de dados da Economática tiveram sua coleta simplificada pelos recursos disponibilizados no programa. Já para a coleta das informações que se encontram nos IANs das empresas, houve necessidade de inspeção do relatório, detecção da informação e posterior tabulação, o que demandou mais tempo.

4.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

4.4.1 Definição das Variáveis

A definição das variáveis independentes foi feita com base na revisão de literatura sobre divulgação de informações voluntárias e relativas à remuneração executiva, com adaptações para o contexto brasileiro, e são evidenciadas no Quadro 6.

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	SÍMBOLOS	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL
Governança Corporativa		
Tamanho do Conselho	TOT	<i>Número de membros no Conselho de Administração</i>
Membros externos no Conselho de Administração	EXT	<i>Número de conselheiros externos (não-executivos)</i> <i>Total de membros do Conselho de Administração</i>
Estrutura de liderança do Conselho de Administração	DUAL	“1” se o CEO for também o presidente do Conselho de Administração e “0” se não
Comitê de Remuneração	CREM	“1” se houver um Comitê de Remuneração e “0” caso não haja
Auditoria externa	BIG4	“1” se as demonstrações contábeis da empresa foram auditadas por uma das 4 maiores empresas de auditoria (PriceWaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernest & Young e KPMG) e “0” se não
Investidores estrangeiros	ESTR	Participação de acionistas estrangeiros presentes entre os cinco maiores acionistas da empresa
Investidores institucionais	INST	Participação de investidores institucionais presentes entre os cinco maiores acionistas da empresa
Alavancagem de controle	ALAV	<i>%Voto do Maior Acionista</i> <i>%Capital do Maior Acionista</i>
Segmento na Bovespa	SEG	“1” se a empresa estiver listada nos níveis 2 ou Novo Mercado da Bovespa e “0” se não
Emissão de ADRs níveis II e III	ADR	“1” se a empresa emitiu ADRs e “0” se não
Características da Empresa		
Tamanho da empresa	TAM	Total do ativo da empresa
Endividamento	END	<i>Total das dívidas da empresa</i> <i>Total do Ativo</i>
Lucratividade (<i>Return on Assets</i>)	ROA	<i>Lucro antes dos Juros e IR</i> <i>Ativo Total</i>
Liquidez	LIQ	<i>Ativo Circulante</i> <i>Passivo Circulante</i>
Variável de controle		
Setor	SETOR	Setor em que a empresa atua.

Quadro 6: Descrição das variáveis independentes.

Fonte: Elaborado pela autora.

Os parâmetros relativos a cada variável explicativa foram estimados por meio de análise de regressão múltipla, sendo o nível de transparência (DISCL) uma função das mesmas.

4.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Os dados obtidos nesse estudo representam a realidade das companhias listadas na Bovespa, logo, as conclusões obtidas não podem ser estendidas às demais empresas brasileiras. A pesquisa restringe-se a uma forma específica de remuneração e, portanto, as

conclusões acerca dos determinantes de sua evidenciação também não poderão ser estendidas às outras modalidades.

5 RESULTADOS

Neste capítulo, são apresentados os principais resultados obtidos no estudo. Inicialmente, são descritas a utilização e as práticas de divulgação de informações sobre os planos de Opções de Ações pelas empresas. A seguir, destacadas suas principais características de governança corporativa e, por fim, identificados os determinantes do nível de transparência.

5.1 PRÁTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

O Brasil contou com aumento significativo no número de planos de Opções de Ações aprovados entre os anos de 2006 e 2007. Grande parte desse efeito é explicada pelo aumento do número de companhias que abriu seu capital no período em questão. Das 14 companhias que fizeram oferta pública inicial (IPO) em 2006, dois terços delas optaram por planos de Opções de Ações (CAPITAL ABERTO, 2007).

Outro possível fator que explicaria o comportamento observado no Brasil é que, como já mencionado, os padrões nacionais para mensuração e divulgação dos planos ainda estão aquém dos americanos e internacionais. É possível que, na medida em que novas regras de registro e evidenciação dos planos passem a ser impostas na busca da harmonização contábil, haja também diminuição em seu uso.

O Gráfico 1 mostra a evolução histórica dos Planos de Opções de Ações aprovados no Brasil entre 1984 e 2008 com base nos Apêndices II, VI, VII e VIII, elaborados a partir do levantamento da população-alvo realizada nesse estudo

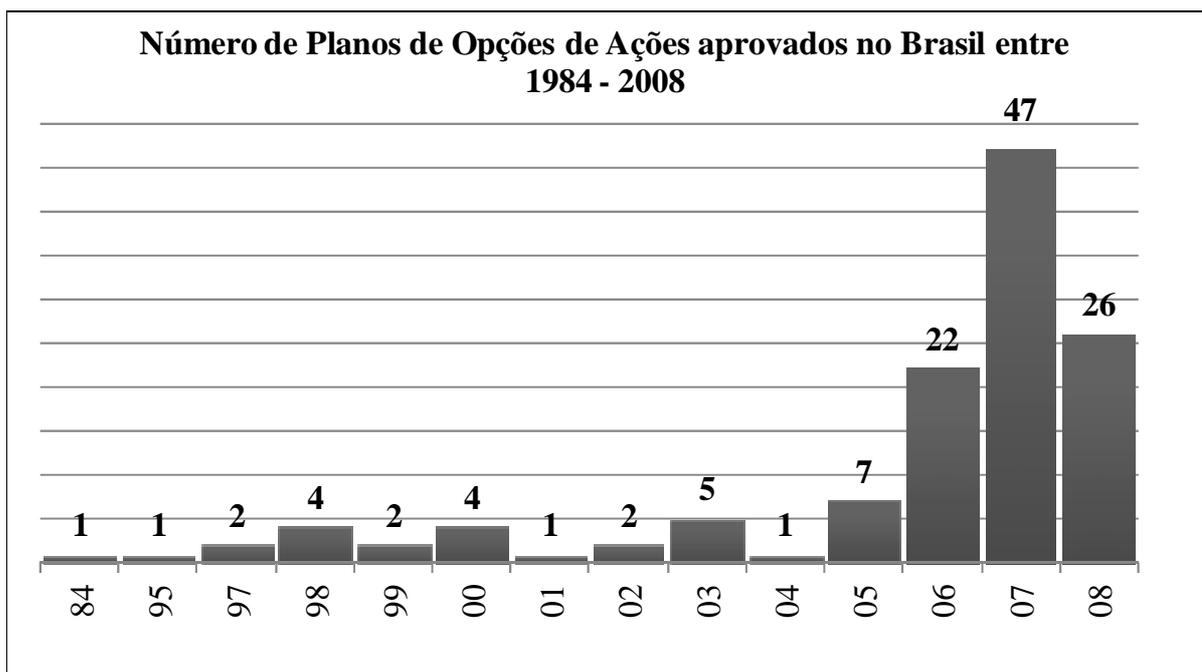


Gráfico 1: Evolução histórica dos Planos de Opções de Ações no Brasil
Fonte: Elaborado pela autora.

Contudo, devido à não-obrigatoriedade de atendimento do Ofício-Circular da CVM, foi constatado que as práticas de divulgação dos planos diferem muito de empresa para empresa. Além da diferença na quantidade de informações divulgadas, também não há padronização em sua forma, uma vez que o referido ofício é extremamente sucinto e genérico. Pode ser observada uma grande variação no número de empresas que divulgam as informações por subitem. Por exemplo, apenas 3 das 68 empresas divulgaram a existência ou não de condições de transferências das opções de ações (item I, subitem 3, Gráfico 2), enquanto 47 delas divulgaram a quantidade de opções outorgadas e exercidas no período (item II, subitem 7 e 8, Gráfico 3).

Com relação ao item I, as informações mais divulgadas pelas empresas são: a quantidade máxima de ações a serem outorgadas, divulgadas por 63% das empresas; os beneficiários elegíveis, divulgadas por 74% e as condições de carência, divulgadas por 66%. Já as condições de transferência, de alienação e a política contábil adotada são divulgadas por apenas 15, 37 e 26% das empresas respectivamente, enquanto as condições de expiração são divulgadas por exatamente metade das empresas. O percentual de empresas que divulga cada uma das informações acima mencionadas é destacado no Gráfico 2.

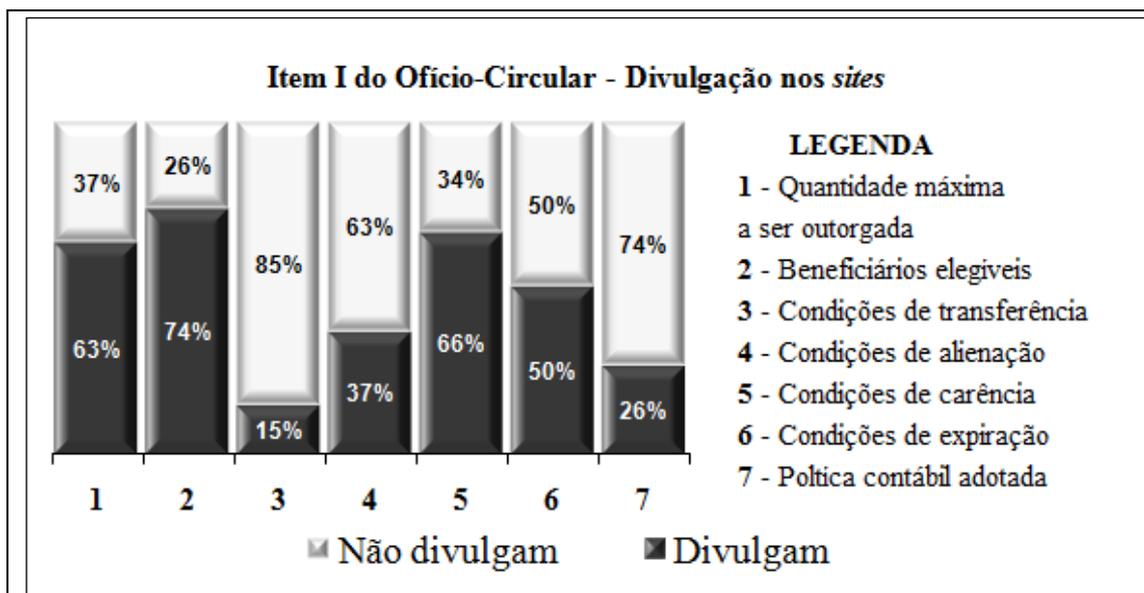


Gráfico 2: Divulgação do item I pelas empresas

Fonte: Elaborado pela autora.

Relativamente ao item II, cabe destacar como informações mais divulgadas o preço de exercício das opções e as opções outorgadas e exercidas no período, evidenciadas por 75%, 74% e 74% das empresas. As informações menos divulgadas nesse item são os direitos concedidos às ações adquiridas mediante o exercício das opções, por apenas 29% das empresas, e as opções canceladas no período, por 37% das empresas. A divulgação do Item II pelas empresas em seus sites é destacada no Gráfico 3.

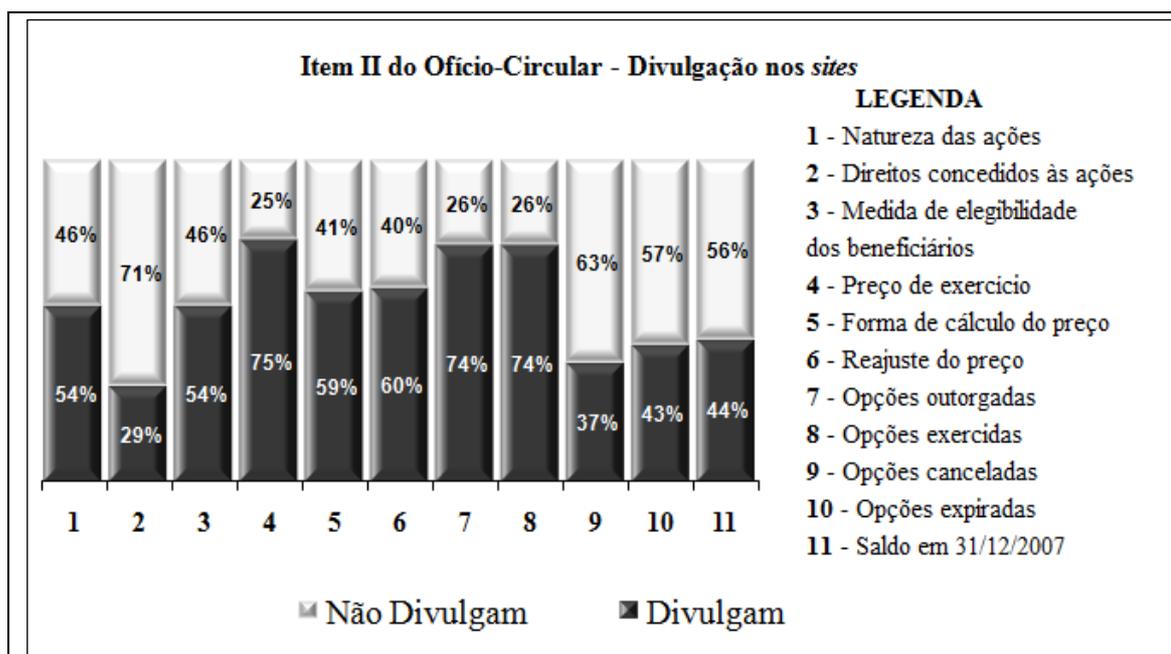


Gráfico 3: Divulgação do item II pelas empresas.

Fonte: Elaborado pela autora.

Com relação aos itens III, V e VII, salienta-se o fato de que estas são as informações menos divulgadas pelas empresas. O Gráfico 4 mostra que apenas 25% das empresas divulgam a diluição de capital a que se submeteriam os atuais acionistas da empresa caso todas as opções concedidas fossem exercidas pelos beneficiários. Somente 21% das empresas divulgam as datas ou períodos em que os beneficiários adquirem o direito ao exercício das opções e quando esse direito expira. O percentual de empresas que divulga o efeito no resultado se o registro da despesa de remuneração referente ao período tivesse sido feito é um pouco maior (32%), mas um percentual bem menor (19%) divulga tais efeitos sobre o patrimônio líquido.

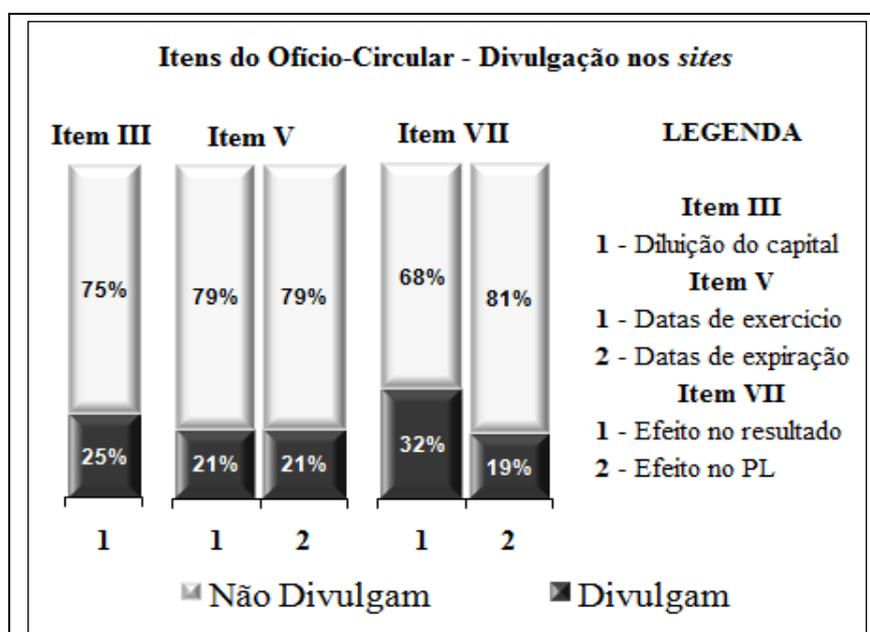


Gráfico 4: Divulgação dos itens III, V e VII

Fonte: Elaborado pela autora.

As pontuações obtidas nas DFPs e nos sites foram somadas a fim de obter o índice de transparência remuneratória por meio de Opções de Ações para cada uma das empresas. As informações sobre o índice total das empresas são disponibilizadas na Tabela 1.

Tabela 1: Índice total de transparência

Nível de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações	
Média	42%
Mínimo	9%
1º Quartil	26%
Mediana	40%
3º Quartil	55%
Máximo	89%
Desvio Padrão	19%

A Tabela 1 mostra que o índice médio de transparência foi de 42%, ou seja, em média as empresas divulgam cerca de 42% das informações consideradas no índice. Os dados referentes ao 1º Quartil mostram que 25% das empresas divulgaram até 26% das informações. A mediana ressalta que metade das empresas divulgaram até 40%, enquanto o 3º Quartil evidencia que para 75% das empresas essa divulgação foi de, no máximo 55%. O maior índice de divulgação foi de 89%. O fato de a mediana situar-se abaixo da média e a considerável distância entre o 3º Quartil e a pontuação máxima ressaltam os baixos índices de transparência obtidos pelas empresas, como pode ser visualizado pelo histograma fornecido no Gráfico 5.

**Gráfico 5: Histograma do índice de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações**

Fonte: Elaborado pela autora.

O Gráfico 5 mostra que um maior número de empresas divulgou de 31% a 40% das informações. Enquanto 46 empresas divulgaram até 50% das informações, apenas 22 divulgaram de 51% a 90, mais uma vez ressaltando a quantidade insatisfatória de informações divulgadas.

5.2 CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS

As Tabelas 3 e 4 resumem as características de governança corporativa das empresas.

Tabela 2: Características de governança corporativa – variáveis contínuas

Variável	Média	Mín.	Mediana	Máx.	Desvio Padrão
TOT – Tamanho do Conselho	7,41	4,00	7,00	15,00	2,26
EXT – Percentual de membros externos	85,42%	42,86%	85,71%	100%	14,69%
ALAV – Alavancagem de controle das empresas	1,28	0,000	1,00	3,85	0,65
ESTR – Participação acionária de investidores estrangeiros	17,54%	0,00%	7,90%	86,45%	22,68%
INST – Participação acionária de investidores institucionais	14,24%	0,00%	8,47%	80,51%	18,62%

A Tabela 2 evidencia que os Conselhos de Administração das empresas que utilizam Planos de Opções de Ações para remunerar seus executivos, têm em média de 7 a 8 membros. O número mínimo de conselheiros nessas empresas é 4 e o máximo 15. A participação de conselheiros externos é, em média, de 85%, sendo que o percentual mínimo de participação de conselheiros externos é de 42% e o máximo de 100%.

Com relação às características da estrutura de propriedade dessas empresas, a alavancagem de controle média é de 1,28. Isso significa que, em média, o percentual de ações com direito a voto possuídas pelo acionista majoritário é maior que a participação acionária do mesmo no capital total da empresa, o que ressalta a concentração de poder de voto. A participação acionária de investidores estrangeiros e institucionais no capital das mesmas é bastante reduzida, sendo em média de 17% e 14% respectivamente. A mediana para as duas variáveis é relativamente inferior à média, uma vez que em 27 das 68 empresas a participação

percentual de investidores estrangeiros é zero e em 24 delas não há participação de investidores institucionais.

Tabela 3: Características de governança corporativa – variáveis binárias

Variável	Sim		Não	
	Número	%	Número	%
DUAL – Há acumulação das funções de CEO e <i>Chairperson</i>	13	19,12%	55	80,88%
CREM – O conselho conta com um Comitê de Remuneração	25	36,76%	43	63,24%
BIG4 – Auditadas por uma das 4 grandes empresas de auditoria independente	59	86,76%	9	13,24%
SEG – Empresa listada nos Níveis 2 ou Novo Mercado da Bovespa	45	66,18%	23	33,82%
ADR – Empresa que possui ADRs Níveis II e III	14	20,59%	54	79,41%

A Tabela 3 ressalta que o percentual de empresas nas quais há acumulação das funções de CEO e *Chairperson* é reduzido, sendo de apenas 19%. Quanto à prática de criação de um comitê de remuneração, observa-se em apenas cerca de 36% das empresas. A grande maioria das empresas (86%) é auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria independente do mundo. É também significativo o percentual de empresas que estão listadas nos níveis 2 e Novo Mercado da Bovespa (66%). Apenas 20% das empresas possui ADRs Níveis II e III.

A Tabela 4 apresenta o resumo das características gerais das empresas.

Tabela 4: Características gerais das empresas

Variável	Média	Mín.	Mediana	Máx.	Desvio Padrão
TAM – Tamanho da empresa (em milhões)	10.564	297	1.701	294.876	39.933
END – Grau de endividamento	52,06%	0,60%	49,85%	95,70%	21,19%
ROA – Retorno sobre o ativo	4,50%	-14,20%	3,75%	23,60%	6,49
LIQ – Liquidez da empresa	3,98	0,50	2,15	99,80	11,94

Além da baixa correlação entre as variáveis independentes incluídas nos estudo (sendo a maior de 0,472), o que indica baixa probabilidade de que o modelo apresente problemas de multicolinearidade, os dados dispostos na matriz de correlação permitem que sejam feitas algumas inferências, considerando as correlações superiores a 0,20 relacionadas às características de governança corporativa.

Pode-se pressupor que a acumulação das funções de CEO e Presidente do Conselho de Administração exerce uma influência negativa sobre o percentual de membros externos no conselho, dada a correlação negativa (-0,415) entre as variáveis. Essa informação é coerente com o argumento de que quando há acumulação das funções, o CEO opõe-se à independência do conselho, preferindo que o mesmo seja composto por maior percentual de conselheiros internos (executivos), como meio de exercer maior influência sobre suas decisões.

Igualmente, pode-se inferir que a acumulação das funções exerce um efeito negativo sobre a adoção de comitês de remuneração, dada a correlação negativa entre as variáveis (-0,293). Essa informação pode indicar que, nesses, casos o Presidente do Conselho de Administração é contrário a ações de monitoramento sobre a remuneração dos executivos e, conseqüentemente, sobre a própria remuneração. Assim, a acumulação das funções pode facilitar ainda mais a extração de benefícios privados em detrimento dos interesses dos acionistas.

Já o fato de a empresa ser auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria influencia positivamente a adoção de comitês de remuneração, já que a correlação entre as variáveis foi positiva (0,208). Esse dado pode indicar que grandes empresas de auditoria preocupam-se mais com as boas práticas de governança corporativa e podem atuar de maneira mais eficiente ao cobrar de seus clientes que tais práticas sejam adotadas. Todas as demais correlações foram pouco relevantes.

5.3 DETERMINANTES DA TRANSPARÊNCIA DA REMUNERAÇÃO POR MEIO DE OPÇÕES DE AÇÕES

O estudo compreendeu 68 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que divulgam utilizar Opções de Ações para remunerar seus executivos em

31/12/2007. A variável dependente do estudo é o nível de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações, regredida contra características de governança corporativa, características gerais das empresas e variáveis de controle, possíveis determinantes de seu nível, conforme o modelo apresentado a seguir:

$$\begin{aligned}
 DISCL = & \beta_0 + \beta_1 TOT + \beta_2 EXT + \beta_3 DUAL + \beta_4 CREM \\
 & + \beta_5 BIG4 + \beta_6 \ln(ESTR \times 100 + 1) + \beta_7 \ln(INST \times 100 + 1) + \beta_8 ALAV + \beta_9 SEG \\
 & + \beta_{10} ADR + \beta_{11} TAM + \beta_{12} END + \beta_{13} ROA + \beta_{14} LIQ + \beta_{15} SBI + \beta_{16} SCC \\
 & + \beta_{17} SCET + \beta_{18} SCNC + \beta_{19} SMB + \beta_{20} STELEC + \beta_{21} STI + \beta_{22} SUP + u \quad (1)
 \end{aligned}$$

Onde:

DISCL – variável dependente contínua que reflete o nível de transparência da remuneração por meio de Opções de Ações;

β_0 – constante;

TOT – tamanho do Conselho de Administração;

EXT – percentual de membros externos no Conselho de Administração;

DUAL – acumulação das funções de CEO e *chairperson*;

CREM – comitê de remuneração;

BIG4 – auditoria independente;

ESTR – participação acionária de investidores estrangeiros;

INST – participação acionária de investidores institucionais;

ALAV – alavancagem de controle;

SEG – segmento Bovespa;

ADR – negociação de ADRs níveis II e III;

TAM – tamanho da empresa;

END – endividamento da empresa;

ROA – lucratividade da empresa, medida com base no retorno sobre os ativos;

LIQ – liquidez geral da empresa.

SBI – setor de bens industriais;

SCC – setor de bens de consumo cíclico;

SCET – setor de construção e transporte;

SCNC – setor de bens de consumo não cíclico;

SMB – setor de materiais básicos;

STELEC – setor de telecomunicação;

STI – setor de tecnologia da informação;

SUP – setor de utilidade pública;

u – termo de erro;

Os resultados da estimação são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7: Determinantes da transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações

Variáveis independentes	Coef.	T-estat.	Probab.	VIF
Constante	3,743	0,337	0,738	
Tamanho do Conselho	1,667	3,140	0,003	1,871
Membros Externos no Conselho	-1,794	-2,145	0,037	1,961
<i>Dummy</i> CEO/ <i>Chairperson</i>	-5,043	-1,581	0,121	2,074
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	1,864	0,739	0,464	1,951
<i>Dummy</i> Auditoria Independente	1,159	3,256	0,002	1,918
Investidores Estrangeiros	0,043	0,149	0,883	1,614
Investidores Institucionais	-0,057	-0,185	0,854	1,581
Concentração de Poder de Voto	1,022	0,598	0,553	1,606
<i>Dummy</i> Segmento Bovespa	0,089	0,037	0,971	2,002
<i>Dummy</i> ADRs Níveis II e III	0,159	0,043	0,966	1,684
Tamanho da Empresa	0,000	1,282	0,206	2,957
Endividamento	0,005	0,093	0,927	1,929
Rentabilidade	-0,006	-0,041	0,968	1,223
Liquidez	0,135	1,355	0,182	1,840
<i>Dummy</i> setor de bens industriais	3,451	0,751	0,457	2,242
<i>Dummy</i> setor de bens de consumo cíclico	5,121	1,287	0,205	2,830
<i>Dummy</i> setor de construção e transporte	1,258	2,882	0,006	3,406
<i>Dummy</i> setor de bens de cons. não-cíclico	6,297	1,619	0,112	2,704
<i>Dummy</i> setor de materiais básicos	1,621	0,369	0,714	2,051
<i>Dummy</i> setor de telecomunicação	1,169	2,161	0,036	2,626
<i>Dummy</i> setor de tecnologia da informação	8,469	1,761	0,085	2,079
<i>Dummy</i> setor de utilidade pública	4,239	0,832	0,410	1,897
R ² Ajustado		0,323		
F-statístico		2,454		
Probab, (F-statístico)		0,005342		
Durbin-Watson		2,004		
Observações		68		
Teste Jarque-bera	Estat.	0,6940	Prob.	0,7067
Teste de White	F-estat.	0,7941	Prob.	0,7418

Embora tenha explicado apenas um terço da variação do nível de transparência, o R^2 ajustado pode ser considerado razoável para os propósitos do estudo, uma vez que seu objetivo é somente ressaltar o efeito de certas variáveis independentes sobre o comportamento da variável dependente. A adequação do modelo aos pressupostos do Modelo de Regressão Linear foi analisada mediante realização do teste de heterocedasticidade de White, do teste de normalidade de Jarque-Bera e do método *Variance Inflation Factor (VIF)* de detecção de multicolinearidade.

O teste de heterocedasticidade de White não permitiu rejeitar a hipótese nula de homocedasticidade do modelo (Prob. 0,7418). A hipótese nula de normalidade dos resíduos não pode ser rejeitada, segundo o teste de normalidade de Jarque-Bera (Prob. 0,7067). Foi possível confirmar que não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, já que o índice VIF foi inferior a cinco para todas elas.

As variáveis que se mostram mais relevantes são o tamanho do conselho de administração (TOT) e a auditoria independente (BIG4), significativas ao nível de 1%. O sinal para ambas as variáveis foi condizente com o esperado, indicando que um número maior de membros no Conselho de Administração reflete-se positivamente nas práticas de divulgação de informações sobre a remuneração, sendo também positivo o efeito da auditoria independente.

Os resultados sugerem uma relação negativa entre a variável de participação de executivos externos no Conselho de Administração (EXT) e a variável dependente (DISCL), estatisticamente significativa ao nível de 5%. Como descrito no desenvolvimento das hipóteses de estudo, não há consenso teórico ou empírico sobre a relação entre as duas variáveis. Alternativamente, é possível interpretar os resultados com base no argumento de que conselheiros internos têm maior interesse em divulgar sua própria remuneração, na tentativa de demonstrar que não estão obtendo benefícios privados às custas dos acionistas da empresa e de reduzir a assimetria de informação.

Embora praticamente todas as variáveis representativas de características gerais da empresa tenham apresentado o sinal esperado, nenhuma delas mostrou exercer influência significativa sobre nível de transparência. A inclusão de variáveis *dummies* de controle salientou que os setores de construção e transporte (SCET), telecomunicações (STELEC) e

tecnologia da informação (STI) destacam-se quanto ao seu nível de transparência da remuneração, comparativamente aos demais setores.

5.4 TESTES DE ROBUSTEZ

Adicionalmente, foi estimado novo modelo (MODELO 2), no qual a variável dependente (DISCL) considerou apenas o índice obtido pela empresa com base nas informações divulgadas em suas DFPs. Neste modelo, as variáveis tamanho do conselho (TOT), auditoria externa (BIG4) e setor de construção e transporte (SCET) continuaram mostrando-se significativas ao mesmo nível (1%). A significância do percentual de membros externos (EXT) passou para 1% e a dualidade do conselho de administração (DUAL), que não havia mostrado ser significativa sequer ao nível de 10%, obteve significância de 5%. O R^2 ajustado foi de 0,4235.

Em novo modelo (MODELO 3), no qual a variável dependente (DISCL) considerou apenas o índice obtido pela empresa com base nas informações divulgadas nos *sites*, as variáveis tamanho do conselho (TOT) e setor de construção de transporte (SCET) apresentaram-se significativas ao nível de 5%, enquanto a auditoria externa (AUD) mostrou-se marginalmente significativa (9,1%). O R^2 ajustado foi de apenas 0,1613.

No MODELO 4 considerou-se para as variáveis independentes representativas da participação acionária de investidores estrangeiros e institucionais (ESTR e INST) apenas aqueles que não faziam parte do bloco de controle da empresa. A modificação das duas variáveis teve como objetivo avaliar se o fato de ter incluído, para encontrar o percentual de participação dos acionistas estrangeiros e institucionais, também aqueles pertencentes ao bloco de controle poderia ter comprometido os resultados do estudo, pois entende-se que estes investidores, por sua condição de controladores, poderiam não ter a mesma postura quanto à demanda pela transparência das informações divulgadas pela empresa.

Ainda neste modelo, foi incluída uma variável independente binária, correspondente a “1” caso a empresa possuísse uma estrutura de propriedade familiar e “0” caso contrário. Buscava-se avaliar se a estrutura familiar poderia ser um determinante do nível de evidenciação de informações sobre a remuneração, esperando-se uma relação negativa. A

partir das modificações mencionadas, os resultados encontrados foram praticamente os mesmos, não havendo diferença na significância estatística das variáveis. O R^2 ajustado foi de 0,3393.

Por fim, o MODELO 5 foi estimado considerando, para a variável dependente DISCL, pesos iguais para cada um dos itens do índice. Sendo assim, ponderou-se a pontuação da empresa pelo número de informações divulgadas dentro de cada um dos itens. Por exemplo, o item I é composto por 7 informações. A empresa que divulgasse todas as informações obteria 100% neste item. Os resultados continuaram indicando a mesma significância estatística para as variáveis TOT, EXT, AUD, SCET, STELEC e STI. Adicionalmente, por este modelo a variável tamanho da empresa (TAM) mostrou-se marginalmente significativa (5,26%) e a variável liquidez, significativa ao nível de 5%. O R^2 ajustado para este modelo foi de 0,4453.

Exceto pelo MODELO 3, que indicou significância estatística inferior para as variáveis, todos os demais modelos reiteraram os resultados encontrados na pesquisa. As variáveis TOT e BIG4 apresentaram significância estatística ao nível de 1% e a variável EXT, significância de 5% em todos os casos. Pode-se também considerar que não houve diferença relevante no que diz respeito aos setores.

Caberiam maiores investigações sobre a razão dos resultados tão diferenciados quando se considera apenas uma das formas de divulgação (DFPs ou sites) e também ao se dar pesos iguais aos itens do índice. Considerando-se que as variáveis mais explicativas da divulgação são àquelas relacionadas à governança corporativa da empresa (TOT, BIG4, EXT) pode-se pressupor que tais mecanismos atuam no sentido de garantir maior transparência naqueles relatórios de natureza obrigatória e menor ênfase é dada à divulgação nos sites, que poderia ser considerada uma evidenciação voluntária.

6 CONCLUSÃO

6.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi identificar quais características de governança corporativa de empresas listadas na Bovespa que utilizam remuneração por meio de Opções de Ações, impactam em suas práticas de divulgação de informações sobre essa remuneração. A escolha pela análise da divulgação de informações sobre a remuneração executiva justifica-se pelo fato de ser esta uma espécie de informação que os gestores poderiam ser incentivados a não divulgar.

Como meio de mensurar a variável dependente, foi construído um índice de transparência, baseado no Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007, de 14 de fevereiro de 2007, que traz orientações sobre Normas Contábeis para Companhias Abertas. Pela análise das práticas de adoção e evidenciação dessa modalidade de remuneração, foi possível constatar que os anos de 2006, 2007 e 2008 contaram com um aumento significativo no número de Planos de Opções de Ações aprovados pelas empresas listadas. Esse dado ressalta que embora nos últimos anos tenha aumentando a descrença quanto ao uso desta forma de remuneração em âmbito internacional, o efeito não é igualmente observado no Brasil.

Esse fato pode ser explicado, em parte, pelo aumento expressivo no número de empresas que abriram seu capital a partir de 2006, associado à falta de regras que imponham obrigatoriedade de registro da despesa envolvida e divulgação de informações relativas aos planos. A ausência de uma norma reguladora também se reflete na falta de padronização e qualidade insatisfatória de informações disponibilizadas aos usuários. Como exemplo, menciona-se o fato de que 12 das 23 informações incluídas no índice são divulgadas por menos de metade das empresas em seus *sites*, sendo que nas DFPs as práticas de divulgação para todas as informações foram ainda mais insatisfatórias.

Um aspecto importante a ser considerado é a carência de estudos teóricos e empíricos que abordem a relação entre o tamanho do conselho e as práticas de divulgação de informações. Essa variável mostrou ser relevante no contexto brasileiro, ressaltando que naquelas empresas em que o Conselho de Administração possui maior número de membros, a

quantidade de informações sobre a remuneração executiva por meio de Opções de Ações disponibilizada aos usuários é maior.

Contudo, parece controverso que o efeito do tamanho do conselho sobre o *disclosure* seja positivo, já que as evidências empíricas de estudos prévios demonstram que a efetividade do conselho é comprometida pelo seu tamanho, inclusive no desempenho de sua tarefa de disciplinar a remuneração executiva. Maiores investigações são necessárias a fim de identificar o porquê dessa relação observada em empresas listadas no Brasil. O argumento de que maiores Conselhos de Administração disporiam de mais recursos e, por isso, desempenhariam melhor suas funções parece pouco coerente, pois, se assim fosse, o reflexo do tamanho sobre o desempenho de todas suas funções seria o mesmo, o que não condiz com os achados empíricos de estudos prévios.

A relação entre o percentual de membros externos no conselho de administração e o nível de transparência da remuneração executiva não foi clara. Os resultados podem indicar que no caso das empresas listadas na Bovespa, há uma busca por minimizar o efeito da falta de membros externos, divulgando-se mais informações sobre a remuneração executiva. No entanto, não há embasamento teórico que suporte este argumento e os resultados não são conclusivos.

Com relação aos comitês de remuneração, os resultados podem ser interpretados de duas formas. Pode-se entender que sua adoção realmente não é capaz de aprimorar a transparência da remuneração, ou pressupor que a sua composição não tem permitido que suas funções sejam desempenhadas corretamente. No Brasil, a criação de comitês especializados, como o de remuneração, embora recomendada, não é obrigatória, e tampouco existem normas específicas para a sua composição.

No que diz respeito à listagem nos níveis 2 e Novo Mercado da Bovespa, esperava-se que esta exercesse um impacto positivo sobre a transparência da remuneração, o que não foi observado. Contudo, é preciso destacar o fato de que alguns dos requisitos necessários para o ingresso nesses mercados, que poderiam impactar a transparência, foram considerados no modelo em variáveis como tamanho e composição do Conselho de Administração.

A importância de atuação independente da auditoria externa foi destacada neste estudo. Assim, pressupõe-se que o fato de as grandes empresas de auditoria estarem mais

preocupadas com sua imagem e serem pouco dependentes de cada um de seus clientes permite-lhes atuar de modo mais responsável, preocupando-se mais com as informações fornecidas aos usuários. O fato de tal relação ter sido constatada alerta para a necessidade de que maior atenção seja dispensada à questão da independência na prestação dos serviços de auditoria externa, especialmente no caso das empresas de auditoria de menor porte.

A estrutura de propriedade dessas empresas não mostrou possuir impacto significativo sobre o nível de transparência da remuneração. Em quase metade destas empresas a participação de investidores institucionais e estrangeiros é nula; porém, mesmo nos casos em que ela é significativa, o monitoramento dos investidores não é suficiente para exercer impacto sobre a transparência. A concentração de poder de voto, que se esperava que impactasse negativamente, também não demonstrou significância estatística.

O fato de o modelo aplicado neste estudo ter explicado apenas um terço da variação do nível de transparência da remuneração executiva por meio de Opções de Ações implica na necessidade de realização de novas pesquisas que incluam outras possíveis variáveis explicativas. No entanto, para que novos modelos empíricos possam ser desenvolvidos, primeiro se faz necessário que estudos teóricos explorem mais a questão da transparência e de como o ambiente legal, econômico e societário brasileiro podem influenciar a mesma.

O Brasil está iniciando seu processo de convergência com as normas internacionais de contabilidade, e muitos avanços já foram feitos com a aprovação da Lei n. 11.638 em dezembro de 2007. Mas a normatização do registro e divulgação dos planos de Opções de Ações não foi aprimorada, sendo que as recomendações são as mesmas desde 2004 (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2004). Embora o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) tenha incluído em sua agenda a discussão sobre os pagamentos baseados em ações, outros assuntos foram priorizados durante o ano de 2008, e até o dezembro o tema ainda encontrava-se em fase de audiência pública.

Os resultados ressaltam a urgência de regras mais rígidas de divulgação dos planos. A medida mais apropriada seria exigir a obrigatoriedade de divulgação de todos os componentes da remuneração executiva, indo desde a remuneração variável (aqui, incluídas as Opções de Ações) até as ações possuídas pelos mesmos. Por exemplo, cita-se o relatório 10-K, de divulgação obrigatória pelas empresas norte-americanas listadas em bolsa, que contém uma

tabela compreendendo todos os valores pagos aos executivos a títulos de remuneração (*Summary Compensation Table*).

Levando em conta a indicação de que determinadas características de governança corporativa das empresas são capazes de influenciar suas práticas de divulgação de informações, entende-se que iniciativas como as do IBGC, voltadas para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil também se fazem importantes para o bom funcionamento do mercado de capitais. A incisiva atuação do IBGC no sentido de tentar garantir que a composição do conselho de administração seja aquela que permita o melhor desempenho de suas funções é relevante, mesmo sendo muito difícil definir uma composição ideal, pois isso em muito depende do perfil de cada empresa.

6.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Dentre as limitações desta pesquisa, destaca-se inicialmente aquelas relacionadas a coleta da variável dependente do estudo. Tendo como objeto de análise apenas as Notas Explicativas (NE), os Relatórios de Administração (RA) e, quando disponibilizadas, as informações divulgadas em *sites* das empresas, outras formas possíveis de divulgação não foram analisadas. Além disso, a mensuração da variável dependente está sujeita a certa subjetividade do autor, pois embora se tenha tentado estabelecer um critério objetivo de mensuração, o julgamento do autor esteve presente tanto na definição da forma de medida da variável quanto na análise dos documentos para a pontuação em si.

Na definição da amostra, as empresas consideradas foram tão somente aquelas que divulgaram de alguma forma utilizar a remuneração por meio de Opção de Ações e que, sendo assim, possuem um nível mínimo de transparência. Não foram incluídas aquelas empresas que não divulgaram nem mesmo o seu uso. Tal fato pode ser considerado um viés de seleção, constituindo-se uma significativa limitação deste estudo. Ainda com relação à variável dependente, a técnica de análise de conteúdo busca detectar toda e qualquer informação relacionada ao tema de pesquisa. No entanto, é possível que alguma informação não tenha sido considerada para fins de definição do índice de transparência, principalmente no que diz respeito àquelas coletadas nos *sites*.

Quanto às variáveis explicativas, sua consideração baseou-se em revisão de literatura que em sua quase totalidade teve como foco países em que o mercado de capitais é mais desenvolvido e possuem uma série de diferenças em comparação ao brasileiro. Sendo assim, algumas das variáveis utilizadas podem não ser as que melhores se adaptam à realidade brasileira. Cabe também destacar algumas características de governança que não foram consideradas, como no caso do nível total de remuneração e da posse de ações por executivos da empresa, dada a impossibilidade de coleta do dado para todas as empresas da amostra.

Foram incluídas 14 variáveis independentes, cujas fontes de coleta eram diversificadas. Algumas em especial demandavam critérios mais trabalhosos para sua definição. Por exemplo, com relação à existência ou não de um comitê de remuneração, além do questionário enviado, buscou-se informações nos *sites* das empresas, nas DFPs e no próprio plano de Opções de Ações. Quando não era feita qualquer menção ao uso deste comitê, considerava-se o mesmo como inexistente. Entretanto, o fato de a empresa não fazer menção ao mesmo não significa que não o possui. Por fim, não se descarta a possibilidade de ter ocorrido outros erros durante a coleta de dados.

6.3 SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Relacionando os temas transparência e remuneração executiva, uma oportunidade de pesquisa é observar se naquelas empresas nas quais o nível de remuneração não é condizente com o desempenho da empresa, haveria maior interesse em não divulgá-la. Também uma possível relação entre o ganho pelo exercício de Opções de ações e o *timing* da divulgação de boas e más notícias poderia ser investigada.

Quanto aos determinantes da transparência, há possibilidade de que outras modalidades de informação sejam utilizadas como variável dependente. Como exemplo, poderiam ser investigados os determinantes da transparência do capital intelectual, de informações ambientais, de informações sobre práticas de governança corporativa da empresa, dentre outras.

Com relação à remuneração executiva, uma oportunidade de pesquisa é sobre o reflexo das Opções de Ações como forma de remuneração no desempenho de longo prazo da empresa, visando identificar se seu uso realmente diminui o problema de horizonte dos gestores e permite que seus objetivos sejam conciliados com a maximização do retorno de longo prazo ao acionista.

Há também a possibilidade de analisar as características dos planos de Opções de Ações utilizados pelas empresas listadas na Bovespa, que podem variar muito de uma para outra. Um estudo sobre as principais diferenças observadas entre os mesmos pode trazer *insights* sobre a melhor forma de estruturação desses planos.

Por fim, cabe ainda pesquisar se a utilização de Opções de Ações como forma de remuneração dos executivos causa alterações na política de dividendos da empresa. Como ressaltado na revisão de literatura, dependendo da forma de estruturação do plano e do efeito que a distribuição de dividendos causa sobre o preço de exercício da opção, pode haver interesse por parte dos gestores de realizar maiores ou menores distribuições de dividendos.

7 REFERÊNCIAS

ABOODY, David; KASZNIK, Ron. CEO Stock Option Awards and the timing of Corporate Voluntary Disclosures. **Journal of Accounting and Economics**. V. 29, Issue 1, p. 73-100, february 2000.

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles.R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.

AHMED, Kamran; NICHOLLS, Des. The impact of non-financial company characteristics on mandatory *disclosure* compliance in developing countries: the case of Bangladesh. **The International Journal of Accounting**, v. 29, n. 1, p. 62, 1994.

ALCOUFFE, Alain; ALCOUFFE, Christiane. Executive compensation: setting practices in France. **Long Range Planning**, v. 33, n. 4, p. 527-543, august 2000.

ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, abril-junho, 2005.

ALENCAR, Roberta C. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ANDJELKOVIC, Aleksandar; BOYLE, Glenn W.; MCNOE, Warren. Public disclosure of executive compensation: do shareholders need to know? **Pacific-Basin Finance Journal**, n. 10, p. 97-117, 2002.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ÁNGEL, Pedro O.; FUMÁS, Vicente S. The compensation of Spanish executives: a test of a managerial talent allocation model. **International Journal of Industrial Organization**, v. 15, n. 4, p. 511-532, july 1997.

BAHAR, Rashid. **Executive compensation: is disclosure enough?** December 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=869415>. Acesso em: 15 nov. 2007.

BARAKO, Dulacha G. Determinants of voluntary disclosures in Kenyan companies annual reports. **African Journal of Business Management**, v. 1, n. 5, p. 113-128, august 2007.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. 3.ed. Lisboa: Edições 70, 2004.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. **Journal of Economic Perspective**, v. 17, n. 3, p. 71-92, summer, 2003.

BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. **Pay without Performance: The unfulfilled promise of executive compensation**. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BECHT, Marco. The separation of ownership and control: a survey of seven European Countries. **ECGN Preliminary Report**, v. 1, p.. 25, october 1997.

BELKAOUI-HIAHI, Ahmed. Level of multinationality, growth opportunities, and size as determinants of analyst ratings of corporate disclosures. **American Business Review**, v. 2, n. 19, june 2001.

BEUREN, Ilse M. (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BLACK, Fizer; SCHOLLES, Myron. The valuation of option contracts and a test of market efficiency. **The Journal of Finance**, v. 27, p. 399-417, 1972.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, july 1997.

BRADBURY, Michel E. Voluntary disclosure of financial segment data: New Zealand evidence. **Accounting and Finance**, v. 32, n. 1, p. 15, may 1992.

BRUNELLO, Giorgio; GRAZIANO, Clara; PARIGI, Bruno. Executive compensation and firm performance in Italy. **International Journal of Industrial Organization**, v. 19, n. 1, p. 133-161, january 2001.

BUSHMAN, Robert M; SMITH, Abbie J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **FRBNY Economic Policy Review**, v. 9, n.1, p. 65-87, april 2003.

BYRD, John; PARRINO, Robert; PRITSCH, Gunnar. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, v. 4, n. 3, p. 14-30, may-june 1998.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; HELAL, Diogo H.; BOAS, Alexandre P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. **Anais do XXVII Encontro Nacional de Engenharia da Produção**. Foz do Iguaçu, Paraná, Brasil, 2007.

CAPITAL ABERTO. **Escolha certa? Enquanto os sucessivos escândalos internacionais colocam em xeque a eficácia das opções de ações, cresce o interesse das companhias abertas por esta forma de remuneração**. Janeiro, 2007, p. 34-37.

CARSON, Elisabeth, SIMNETT, Roger. **Voluntary disclosure of corporate governance practices**. Unpublished working paper, University of New South Wales, Sydney. 1997.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. In: SILVA, André L. C. da; LEAL, Ricardo. P. C. (orgs.) **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007, 262 p.

CHEN, Charles J.P.; JAGGI, Bikki. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, New York, v. 19, n. 4-5, p. 285, winter 2000.

CHOW, Chee; WONG-BOREN, Adrian. Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations. **The Accounting Review**, v. LXII, n. 3, july 1987.

CLARKSON, Peter; VAN BEUREN, Ami L.; WALKER, Julie. Chief executive officer remuneration disclosure quality: corporate responses to an evolving disclosure environment. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 5, p. 771-796, december 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). 2000. **Deliberação CVM nº 371, de 15 de dezembro de 2000**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). 2004. **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2004, 16 de fevereiro de 2004**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). 2007. **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007, de 14 de fevereiro de 2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). 2008. **Instrução CVM nº 469, de 2 de maio de 2008**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 abr. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Programa de Trabalho – 2008 a 2010**. Atualizado em função da edição da Lei nº 11.638/07. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC-plano%20de%20convergencia_nov2008.pdf. Acesso em: 26 nov. 2008.

CONYON, Martin J.; GREGG, Paul.; MACHIN, Stephen. Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom. **The Economic Journal**, v. 105, p. 704-714, may 1995.

CONYON, Martin J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, v. 15, n. 4, p. 493-509, 1997.

CONYON, Martin J; PECK, Simon I.; RED, Laura E.; SADLER, Graham. The structure of executive compensation in the United Kingdom. **The Economic Journal**, v. 110, p. 640-671, november 2000.

COULTON, Jeff, JAMES, Clayton, TAYLOR, Stephen L. **The effect of compensation design and corporate governance on the transparency of CEO compensation disclosures**. Working paper, University of Technology, Sydney, 2001. Disponível em: <http://www.ssrn.com>. Acesso em: 08 mar. 2008.

COSTA, Fábio M.; GOLDNER, Fábio; GALDI, Fernando. Análise dos fatores que influenciam no *disclosure* dos maiores bancos brasileiros. **Anais do VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. São Paulo: Bookman, 2004.

DeANGELO, Linda E. Auditor independence, 'low balling', and disclosure regulation. **Journal of Accounting & Economics**, august 1981.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; BUSATO, Eduardo José. O *disclosure* dos programas de *stock options*: uma análise da regulamentação em vigor e da transparência das companhias abertas brasileiras. **Anais do XXVIII Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)**. Curitiba, 2004.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, p. 57-74, 1989.

EL AKREMI, Assaâd; ROUSSEL, Patrice; TREPO, Georges. **CEO compensation strategies: consequences on the structure and management of executive pay**. Working paper, HEC Paris, n. 741m, 2001. Disponível em: <http://ideas.repec.org/p/ebg/heccah/0741.html>. Acesso em: 25 nov. 2007.

EL-GAZZAR, Samir M.; FORNARO, James M.; JACOB, Ruby A. **An examination of the determinants and contents of corporate voluntary disclosure of management's responsibilities for financial reporting**. Working Paper Lubin School of Business, 2006. Disponível em: http://digitalcommons.pace.edu/lubinfaculty_workingpapers/56. Acesso em: 30 jan. 2008.

ELSTON, Julie A.; GOLDBERG, Lawrence G. Executive compensation and agency cost in Germany. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 7, p. 1391-1410, July 2003.

ERNEST & YOUNG BRASIL; FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS (FIPECAFI). **Estudo sobre as diferenças e similaridades das normas internacionais de contabilidade (IFRS) e as normas e práticas contábeis brasileiras**. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 set. 2008.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, June 1983.

FINCH, Nigel. **The practice of director and executive remuneration disclosure by Australian Firms**. October 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=937250>. Acesso em: 29 nov. 2007.

FORKER, John J. Corporate governance and disclosure quality. **Accounting and Business Research**, v. 22, n. 86, p. 111-124, 1992.

FUNCHAL, Jeferson. **Remuneração dos executivos e o desempenho das empresas da América Latina**. 2005. 164f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

FUNCHAL, Jeferson; TERRA, Paulo. R.S. Executive compensation, firm performance, and corporate governance in Latin America. **Anais do VII Encontro Brasileiro de Finanças**. São Paulo, 2007, p. 1214-1244.

GUANASEKARAGEA, Abeyratna; WILKINSON, Michel. CEO compensation and firma performance: a New Zeland investigation. **International Journal of Business Studies**, v. 10, n. 2, p. 45-60, december 2002.

HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, Taylor and Francis Journals. v. 11, n. 4, p. 741-773, october 2002.

HANIFFA, R.M.; COOKE, T. E Cooke. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian Corporations. **Abacus**, v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Kirshna; HUTTON, Amy P. Do firms benefit from expanded voluntary disclosure? **Contemporary Accounting Research**, 1998. Resumo disponível em: <http://www.ssrn.com>. Acesso em: 20 fev. 2008.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **FRBNY Economic Policy Review**, v. 7, april 2003.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. **Transparency and corporate governance**. January 2007. NBER Working Paper N° W12875. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=958628>. Acesso em: 29 nov. 2007.

HILL, Jennifer G. What reward have ye? Disclosure of director and executive remuneration in Australia. **Company and Securities Law Journal**, v. 14, 1996.

HOSSAIN, Mahmud; TAN, Lin Mei; ADAMS, Mike. Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. **The International Journal of Accounting**, v. 29, n. 4, p. 334, 1994.

HUAFANG, Xiao; JIANGUO, Yuan. Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 6, p. 604-619, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 29 nov. 2007.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL (IBRACON). **Norma e Procedimento de Contabilidade nº 26**. Contabilização de benefícios a empregados. São Paulo, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, october 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. **CEO incentives**: it's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, n. 3, may-june 1990.

JENSEN, Michel C.; MURPHY, Kevin J.; WRUCK, Eric G. **Remuneration**: where we've been we got to here, what are de problems and how to fix them. 2004. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=561305>. Acesso em: 28 fev. 2007.

KRAUTER, Elizabeth. A remuneração de executivos baseada em opções de ações indexadas ao Ibovespa e à criação de valor para o acionista. **Anais dos Seminários em Administração da FEA-USP**. São Paulo, 2006.

LAKSMANA, Indrarini. Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. **Contemporary Accounting Research**; v. 25, n. 4, p. 1147-1142, 2008.

LAMBERT, Richard A.; LANEN, Willian N.; LARCKER, David F. Executive stock options plans and corporate dividend policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 24, n. 4, p. 409-425, december 1989.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 31, n. 2, p. 246, autumn 1993.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, P. R. S. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Financeiras das Companhias Abertas Brasileiras. In: **Anais do XXIX EnANPAD**, Brasília, 17 a 21 de setembro de 2005.

LIMA, Gerlando Augusto S.F.de. **Utilização da teoria da divulgação para a avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras.** Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIMA, Gerlando Augusto S.F.de; OZAWA, Celina Yumiko; GOULART, André Moura C. *Underwriting*, ações, ADR e BDR. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando A.S.F.; PIMENTEL, René C. (orgs.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais.** São Paulo: Atlas, 2007.

LOWRY, Michelle B.; MURPHY, Kevin J. **Executive stock options and IPO underpricing.** *Journal of Financial Economics*. v. 85, Issue 1, p 39-65, July 2007.

MCKNIGHT, Philip. An explanation of top executive pay: a UK study. **British Journal of Industrial Relations**, v. 34, p. 557-566, 1996.

McKINNON, Jill L.; DALINANTHE, Lian. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. **Accounting and Finance**, Clayton, v. 33, n. 1, p. 33, May 1993.

MURPHY, K. J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds.). **Handbook of labor economics.** Amsterdam: North Holland, v. 3, April 1998.

MUSLU, Volkan. **Board independence, executive pay structures, and pay disclosure: evidence from Europe.** MIT Sloan School of Management Working Paper, 4432-03, August, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=434820>. Acesso em: 08 mar. 2008.

NUNES, Alexander A.; MARQUES, José Augusto V. da C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 38, n. 38, p. 57-73, 2005.

NUNES, Alexander A. Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. **Base (UNISINOS)**, v. 5, p. 32-41, 2008.

OGDEN, Stuart; WATSON, Robert. Remuneration committees and CEO pay in the UK privatized water industry. **Socio-Economic Review**, v. 2, p. 33-63, January 2004.

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OWUSU-ANSAH, Stephen. The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. **The International Journal of Accounting**. v. 33, n. 5, p. 605, 1998.

PAULA E SILVA, Antonio Luiz de. **Governança institucional: um estudo do papel e da operação dos conselhos das organizações da sociedade civil no contexto brasileiro**. 2001. 241p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, 2001.

PETRA, Steven T. Do outside independent directors strengthen corporate boards? **Corporate Governance**. v. 5, n. 1, p. 55-64, 2005.

PIOT, Charles. Determinants of the existence and managerial independence of remuneration and nominating committees in France. **Finance Controle Strategie**, v. 9, n. 2, p. 159-185, June 2006.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Karen C.S.; SOUSA, Almir F. Determinantes Macroeconômicos da Governança Corporativa no Brasil. **Anais do XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)**. Brasília, 2005.

SANNING, Lee W. **Executive stock options and leverage: perverse incentives or optimal contracting, a test of causality**. 2003. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=394600>. Acesso em: 30 jun. 2008.

SILVA, Adriana; ARAÚJO Jr., Antônio Henrique; MARION, José Carlos; IUDÍCIBUS, Sergio de. **Opções de ações para funcionários**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, Antonio C. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Ester Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação**. 3.ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Márcia Adriana da. Gerenciamento de resultados e opções de ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil. **Anais do VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2006.

STRIVENS, Mike; ESPENLAUB, Susanne K.; WALKER, Martin. **The influence of institutional investors over executive remuneration in the UK**. December 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=991590>. Acesso em: 30 out. 2007.

SWAN, Peter L.; ZHOU, Xianming. **Does executive compensation disclosure alter pay at the expense of incentives?** June 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=910865>. Acesso em: 29 out. 2007.

TINAIKAR, Surjit. **The voluntary disclosure effects of separating control rights from cash flow rights**. November 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=951547>. Acesso em: 15 nov. 2007.

WALLACE, Olusegun, NASER, Kamal, MORA, Araceli. The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. **Accounting and Business Research**, v. 25, n. 97, p. 41, winter 1994.

WALLACE, Olusegun, NASER, Kamal. Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, New York, v. 14, n. 4, p. 311, winter 1995.

WEISBACH, Michael S. **Optimal executive compensation vs. managerial power: a review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation**. *Journal of Economic Literature*. V. XLV, p.419–428, June, 2007.

YABLON, Charles M.; HILL, Jennifer. Timing corporate disclosures to maximize performance-based remuneration: a case of misaligned incentives? **Wake Forest Law Review**, v. 35, p. 83-122, 2000.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.

GLOSSÁRIO

Accountability: capacidade de prestar contas e assumir responsabilidade.

Arm's-length bargaining: paradigma segundo o qual os pacotes de remuneração dos executivos são produto da barganha entre os executivos, que buscam os melhores resultados para si mesmos, e o Conselho de Administração, que age na busca do melhor resultado para os acionistas.

Camouflage: obscurecer ou camuflar o nível da remuneração dos executivos ou sua insensibilidade ao desempenho da empresa.

Chairperson: presidente do Conselho de Administração.

Chief Executive Officer: termo anglo-saxão para designar a pessoa com a mais alta responsabilidade ou autoridade em uma organização.

Free-rider/ Hands off / Portfolio investment: problema causado pela pequena participação dos investidores, que resulta em custos de monitoramento elevados, comparativamente ao benefícios obtidos por esse monitoramento.

Full disclosure: tornar pública toda e qualquer informação que possa influenciar parcialmente o preço da ação de uma empresa.

Grant date: data em que uma opção é concedida a um indivíduo, ou data em que uma companhia e o empregado combinam (conforme previsto em um acordo de remuneração baseado em ações) a data da concessão do direito sobre instrumentos patrimoniais, dentro de certas condições, pelos quais esse direito será exercido.

Insider trading: tomar decisões de investimento com base em informações que deveriam ser confidenciais.

Managerial Power Approach: teoria que sugere que os altos executivos exercem influência significativa sobre sua própria remuneração, sendo a remuneração, portanto, uma fonte de problemas de agência.

Outrage costs: custos suportados por membros do Conselho de Administração e executivos, quando um pacote de remuneração desagrade aos *outsiders*;

Outsiders: pessoas externas à empresa, interessadas em seu desempenho.

Performance-insensitivity: quando a remuneração de um executivo não é sensível ao desempenho da empresa.

Share-based payment transactions: transações com pagamentos baseados em ações.

Stakeholders: pessoa ou grupo com interesse no desempenho de uma organização.

The Optimal Contracting Approach: teoria que pressupõe que o Conselho de Administração pode utilizar a remuneração como um mecanismo de incentivo para os gestores, ao menor custo possível para o acionista, originando o contrato ótimo de remuneração.

Takeover: processo de mudança do controle acionário de uma empresa através de compra de ações, que pode ser amigável (quando há acordo entre as partes) ou hostil.

APÊNDICE I – Questionário enviado ao(à) diretor(a) de relação com investidores

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS
Unidade Acadêmica de Pesquisa e Pós-Graduação
PPG em Ciências Contábeis

Prezado(a) Senhor(a)
Diretor(a) de Relação com Investidores

Estou realizando uma pesquisa para subsidiar minha dissertação de Mestrado no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS-RS e gostaria de convidar V.Sa. a responder apenas TRÊS perguntas simples sobre a vossa empresa. Essa participação tem caráter voluntário e sem ônus, sendo muito importante para o sucesso desta pesquisa. De minha parte e de parte da UNISINOS, há a garantia de que as informações prestadas serão mantidas em absoluto sigilo e utilizadas exclusivamente para fins acadêmicos.

Na medida do possível, solicito o envio das respostas no prazo de sete dias. Em caso de dúvidas, por favor, entre em contato com qualquer um dos pesquisadores, através dos e-mails abaixo listados.

Atenciosamente,

Fernanda Gomes Victor.

Mestranda do Programa de Pós-Graduação Ciências Contábeis da UNISINOS
fernandactb@yahoo.com.br

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra.

Orientador

Professor Adjunto da Escola de Administração da UFRGS

Professor Colaborador do PPG em Ciências Contábeis da UNISINOS

prsterra@ea.ufgrs.br

Prof. Dr. Ernani Ott.

Coordenador

Programa de Pós-Graduação Ciências Contábeis da UNISINOS

ernani@unisinos.br

QUESTIONÁRIO

1. O Conselho de Administração da empresa conta com um Comitê de Remuneração?

() SIM () NÃO

2. A empresa utiliza alguma forma de remuneração baseada em ações (Stock Options, Stock Appreciation Rights, Phantom Shares, Restricted Shares ou prêmios baseados no desempenho das ações) para seus executivos?

() SIM () NÃO

3. Se você marcou "SIM" na questão anterior:

3.1. Quantos planos de remuneração baseada em ações já foram adotados?

3.2. Em qual ano o primeiro plano foi adotado?

Observações/Comentários:

Av. Unisinos, 950 Caixa Postal 275 CEP 93022-000 São Leopoldo Rio Grande do Sul
Brasil. Fone: (51) 3590-8186 Fax: (51) 3590-8447 <http://www.unisinos.br>

APÊNDICE II – Lista das empresas que utilizam remuneração por Opções de Ações

1	Agra Empreendimentos Imobiliários S/A	35	Laep Investments Ltda
2	Agrenco Ltda	36	Localiza Rent a Car S/A
3	American Banknote S/A	37	Lojas Americanas S/A
4	Anhanguera Educacional Participações S/A	38	Lojas Renner S/A
5	B2W Companhia Global do Varejo	39	LPS Brasil S/A
6	Banco Itaú Holding Financeira S/A	40	Lupatech S/A
7	Bematech S/A	41	Marcopolo S/A
8	BR Malls Participações S/A	42	Marfrig Frigoríficos e Comércio de Alimentos S/A
9	BR Properties S/A	43	Medial Saúde S/A
10	Brasil Telecom S/A	44	Metalfrio Solutions S/A
11	Cia Brasileira de Distribuição	45	MMX Mineração e Metálicos S/A
12	Cia de Bebidas das Américas (AMBEV)	46	MPX Energia S/A
13	Cia Energética do Maranhão (CEMAR)	47	MRV Engenharia e Participações S/A
14	Companhia Providência Indústria e Comércio	48	Multiplan Empreendimentos Imobiliários S/A
15	Contax Participações S/A	49	Natura Cosméticos S/A
16	Cremer S/A	50	Odontoprev S/A
17	Datasul S/A	51	PDG Realty S/A Empreendimentos e Participações
18	Drogasil S/A	52	Plascar Participações Industriais S/A
19	Duratex S/A	53	Positivo Informática S/A
20	Embratel Participações S/A	54	Sadia S/A
21	Empresa Brasileira de Aeronáutica (EMBRAER)	55	Santos Brasil S/A
22	Equatorial Energia S/A	56	São Carlos Empreendimentos e Participações S/A
23	Even Construtora e Incorporadora S/A	57	São Paulo Alpargatas S/A
24	Fertilizantes Heringer S/A	58	Saraiva S/A – Livreiros Editores
25	Gafisa S/A	59	SLC Agrícola S/A
26	Gerdau S/A	60	Springs Global Participações S/A
27	Globex Utilidades S/A	61	Tam S/A
28	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A	62	Tarpon Investment Group
29	GP Investments	63	Tecnisa S/A
30	GVT Holding S/A	64	Tele Norte Celular Participações S/A
31	Ideiasnet S/A	65	Tele Norte Leste Participações S/A
32	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S/A	66	Tempo Participações S/A
33	Itautec S/A	67	Terna Participações S/A
34	JHSF Participações S/A	68	Unibanco Holdings S/A

APÊNDICE III – Descrição detalhada das informações coletadas no índice de transparência

I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários).	
<i>01 – Quantidade máxima de opções a serem outorgadas (em número ou percentual do capital social)</i>	As empresas podem disponibilizar a informação do limite de opções a serem outorgadas com base no percentual de participação dos planos no capital social da empresa ou em termos de número ações. Entende-se que a forma mais eficiente de divulgação de ambas as informações, facilitando o entendimento do usuário e dispensando a necessidade de qualquer cálculo pelo mesmo.
<i>02 – Beneficiários elegíveis</i>	Exemplos de benefícios dos planos são empregados e executivos de alto nível. Há também a possibilidade de extensão dos benefícios aos executivos e empregados de empresas controladas direta e indiretamente e prestadores de serviços.
<i>03 – Condições de transferência</i>	Uma vez que Planos de <i>Stock Options</i> buscam a redução do problema de horizonte, a transferência das opções de ações em condições normais acabaria por comprometer a execução de tal objetivo. Devido a esse fato, as empresas geralmente determinam a não-possibilidade de transferência das opções de ações concedidas, salvo em casos excepcionais.
<i>04 – Condições de alienação</i>	Pelo mesmo motivo antes mencionado, a alienação das ações adquiridas mediante exercíodas opções poderia não ser benéfica aos objetivos dos Planos de <i>Stock Options</i> . Por essa razão, podem ser estabelecidos prazos para venda das ações após o exercício, bem como os percentuais de alienação permitidos em cada período. O objetivo, portanto, é que, mesmo após o exercício, o beneficiário mantenha seu alinhamento com os interesses da empresa durante determinado período, pela posse de ações da mesma.
<i>05 – Condições de carência</i>	É o período durante o qual o beneficiário, embora possua as opções de ações, não pode exercê-las. As condições de carência variam muito de empresa para empresa.
<i>06 – Condições de expiração</i>	Consiste na data em que cessa o direito do beneficiário ao exercício das opções.
<i>07 – Política contábil adotada</i>	Nesse item, cabe a divulgação de como se dá o reconhecimento da despesa referente às <i>Stock Options</i> . A empresa pode mencionar o fato de que a despesa só é reconhecida no momento de exercício das opções e enquanto esta não ocorre, a divulgação limita-se às informações disponibilizadas em Notas Explicativas. A empresa também pode mencionar que efetua o registro da despesa de acordo com o método do valor justo, destacando inclusive o método de precificação utilizado e suas premissas.
II – a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A	

medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);	
<i>01 – Descrição da natureza das ações outorgadas</i>	Identificação da classe e espécie de ações as quais as opções dão direito de aquisição.
<i>02 – Direitos concedidos às ações (como dividendos, voto, conversão, etc).</i>	Esclarecimento se as ações adquiridas por meio das opções têm os mesmos direitos daquelas de igual classe e espécie negociadas no mercado de capitais.
<i>03 – Medida de elegibilidade dos beneficiários</i>	Consiste na definição de um percentual do total das opções concedidas que pode ser exercido à cada ano, transcorrido o período de carência, se houver. Visa impedir que o beneficiário exerça integralmente suas opções logo que o prazo de carência cesse.
<i>04 – Preços de exercício</i>	Trata-se do preço de exercício das ações em valor. Pode ser divulgado em termos de preço de exercício referente a cada concessão ou na forma de preço médio de exercício ponderado.
<i>05 – Forma de cálculo para obter o preço de exercício</i>	Define a forma como o preço de exercício das opções é estabelecido. A prática mais comum é que se trate do preço médio de negociação das ações da empresa na bolsa em determinado período de tempo anterior à outorga. Em alguns casos, também é prevista a possibilidade de um desconto nesse valor, com vistas a tornar as opções ainda mais vantajosas. Cabe salientar que o Ofício-Circular da CVM requer apenas a divulgação de uma das duas informações: preço de exercício ou forma de cálculo para obtê-lo. Contudo, o índice visa a identificar a divulgação de itens tanto obrigatórios quanto voluntários, e entende-se que ambas as informações seriam relevantes para o bom entendimento dos Planos de <i>Stock Options</i> .
<i>06 – Possibilidade de reajuste no preço de exercício</i>	Pode ser estabelecida a correção monetária do preço de exercício mediante aplicação de um índice (como, por exemplo, o Índice Geral de Preços do Mercado da Fundação Getúlio Vargas [IGPM-FGV]), cabendo ainda a possibilidade de aplicação de um taxa de juros pré-definida. Destaca-se o fato de que a não-existência de reajuste no preço não exime a necessidade de divulgação da informação.
Movimentação das opções (no período de 2007)	
<i>07 – Opções outorgadas</i>	Não foi possível pontuar informações referentes à movimentação histórica das opções de ações, visto que a maioria das empresas realizou a primeira outorga nos anos de 2006 e 2007. Por isso, foram consideradas as informações relativas ao período de 2007 apenas, com vistas a padronizar a pontuação.
<i>08 – Opções exercidas</i>	

<i>09 – Opções canceladas</i>	
<i>10 – Opções expiradas</i>	
<i>11 – Saldo em 31/12/2007</i>	
III – o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;	
<i>01 – Diluição do capital</i>	Corresponde à perda cabível a cada um dos atuais acionistas da empresa caso todas as opções concedidas a partir dos planos fossem integralmente exercidas pelos beneficiários. Essa divulgação pode ser feita em termos do total de diluição à qual serão submetidos os acionistas, desconsiderando o prazo de carência das opções ou por período, demonstrando a diluição ano após ano, até o período em que todas as opções estejam expiradas.
V – as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;	
<i>01 – Datas ou períodos em que as opções poderão ser exercidas</i>	Corresponde aos períodos ou às datas específicas em que cada um dos lotes de opções concedidas poderão ser exercidas.
<i>02 – Datas de expiração do direito</i>	Períodos ou datas específicas em que cada um dos lotes de opções concedidas expirarão. Tanto as datas de exercício quanto de expiração do direito podem ser divulgadas em forma de texto ou em tabelas. Quando realizadas várias outorgas em diferentes datas, a disposição das informações em tabela torna a informação mais clara e sucinta.
VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.	
<i>01 – Efeito no resultado</i>	Divulgação do efeito no resultado do período caso o reconhecimento da despesa com a remuneração por meio de Opções de Ação tivesse sido feita com base no método de valor justo.
<i>02 – Efeito no PL</i>	Divulgação do efeito acumulado no Patrimônio Líquido da empresa, caso o reconhecimento das despesas com remuneração através de <i>Stock Options</i> tivessem sido feitas, com base no método do valor justo.

APÊNDICE IV – Folha de coleta das informações sobre os planos de Opções de Ações – empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

EMPRESA: Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PADRONIZADAS – DFPS

- Nas Notas Explicativas -

(b) Plano de opção de compra de ações

O Unibanco possui um Plano de Opção de Compra de Ações que visa alinhar o comprometimento dos executivos com resultados de longo prazo e recompensar a alta performance, além de ser um instrumento para atrair, reter e motivar talentos, mediante a outorga de opções de ações (“Opções Simples”). Na Assembléia Geral Extraordinária realizada em março de 2007, foi aprovada alteração do Regulamento do Plano de Opção de Compra de Ações – Performance, de forma a instituir o Programa de Sócios, pelo qual os executivos selecionados para participar do programa podem investir um percentual de seus bônus para adquirir *Units* (“Ações Próprias”) e, dependendo da quantidade de Ações Próprias adquiridas, há o recebimento de determinada quantidade de opções de compra de *Units* (“Opções Bonificadas”). Os prazos de exercício das Opções Bonificadas são de 3 e 5 anos. As outorgas de Opções Simples e Opções Bonificadas anuais estão limitadas a 1% do capital autorizado e o total das opções outorgadas e não exercidas está limitado a 10% do capital autorizado.

As opções apresentaram a seguinte movimentação até 31 de dezembro de 2007:

Opções Simples

Outorga	Carência	Prazo final para exercício	Preço de exercício por cada Unit (R\$)	Quantidade				
				Atualizado (IPCA)	Outorgadas	Exercidas	Canceladas	Não exercidas
1ª	1º Trimestre de 2002	21.01.2007	20.01.2008	4,655	12.376.000	7.875.947	4.447.059	52.994
2ª	2º Trimestre de 2002	15.04.2007	14.04.2008	5,455	68.000	68.000	-	-
3ª e 4ª	3º Trimestre de 2002	12.08.2007	11.08.2008	Até 4,200	560.000	549.340	-	10.660
5ª até 7ª	4º Trimestre de 2002	20.11.2007	19.11.2008	3,452	700.000	300.000	400.000	-
8ª até 10ª	1º Trimestre de 2003	10.03.2008	09.03.2009	Até 4,085	446.000	160.000	206.000	80.000
11ª até 15ª	2º Trimestre de 2003	16.06.2008	15.06.2009	Até 5,150	3.464.000	1.313.336	1.244.000	906.664
16ª	3º Trimestre de 2003	02.09.2008	01.09.2009	4,917	6.226.000	2.569.195	2.038.655	1.618.150
17ª e 18ª	4º Trimestre de 2003	17.12.2008	16.12.2009	Até 5,750	480.000	80.000	360.000	40.000
19ª e 20ª	1º Trimestre de 2004	01.02.2009	31.01.2010	Até 6,881	600.000	80.000	-	520.000
21ª até 23ª	2º Trimestre de 2004	13.04.2009	12.04.2010	Até 7,016	1.012.240	337.414	-	674.826
24ª até 26ª	3º Trimestre de 2004	20.09.2009	19.09.2010	Até 7,535	1.560.000	146.668	20.000	1.393.332
27ª	1º Trimestre de 2005	01.02.2010	31.01.2011	Até 8,857	8.440.000	-	1.286.664	7.153.336
28ª	2º Trimestre de 2005	03.05.2010	02.05.2011	Até 10,375	50.000	-	50.000	-
29ª	3º Trimestre de 2005	19.09.2010	18.09.2011	Até 11,236	120.000	-	-	120.000
30ª até 33ª	3º Trimestre de 2006	30.08.2011	29.08.2012	Até 16,418	630.000	-	280.000	350.000
34ª e 35ª	1º Trimestre de 2007	22.03.2012	21.03.2013	Até 18,705	500.000	-	-	500.000
POSIÇÃO GERAL					37.232.240	13.479.900	10.332.378	13.419.962

A outorga de opções em *Units* (Certificado de Depósito de Ações que representa uma ação preferencial de emissão do Unibanco e uma ação preferencial de emissão da Unibanco Holdings) é feita através de outorga simultânea pelo Unibanco e pela Unibanco Holdings.

As opções canceladas referem-se aos casos de beneficiários desligados antes do prazo de exercício, exceto os desligados por aposentadoria que continuam como participantes ativos no programa.

O preço de exercício das outorgas a partir do 3º trimestre de 2004 passou a ser corrigido, *pro rata temporis*, pela variação acumulada do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) do período compreendido entre a data da outorga e a respectiva data de exercício de cada uma das opções em *Units*.

As quantidades e preços foram reajustadas de acordo com a bonificação deliberada em julho de 2006.

Opções Bonificadas

Executivos Sócios, que optaram por investir um percentual do seu bônus na aquisição de ações próprias, receberam em setembro de 2007 as seguintes quantidades de opções bonificadas em *units*.

Outorga Data	Quantidade de sócios	Prazo de exercício até	Quantidade	
			Outorgadas	Não exercidas
2º Semestre de 2007	51	03.09.2012	1.226.808	1.226.808
Total			1.226.808	1.226.808

O exercício das bonificações está vinculado ao cumprimento de metas do executivo sócio, consubstanciada na sua obrigação de manter a propriedade das respectivas ações próprias inalterada e sem qualquer tipo de ônus, durante o prazo de exercício.

INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS NO SITE

SITE: <http://www.ri.unibanco.com.br/por/gov/adm/rem/index.asp>

Home > Governança > Administração > Remuneração

- Plano de outorga de opções de compra de ações -

O Unibanco possui um Plano de Outorga de Opções de Compra de Ações, que visa alinhar o comprometimento dos executivos com resultados de longo prazo e recompensar a alta performance, além de ser um instrumento para atrair, reter e motivar talentos. As opções de compra de ações e/ou Units outorgadas poderão ser exercidas pelos executivos entre 3 e 6 anos. As outorgas de opções anuais estão limitadas a 1% do capital autorizado e o total das opções outorgadas e não exercidas está limitado a 10% do capital autorizado.

O objetivo do plano de opção de compra de ações é promover bom desempenho, comprometimento de longo prazo, bem como atrair, reter e motivar nossos conselheiros e diretores.

- Demonstrações contábeis disponibilizadas no site - pg. 33

(Idem ao conteúdo da DFPs)

- Formulário 20F – fls. 143 e 144

ITEM 6. CONSELHEIROS, DIRETORIA E FUNCIONÁRIOS

6 B. REMUNERAÇÃO

Unibanco

REMUNERAÇÃO

Plano de Opção de Compra de Ações para Executivos Em 31 de outubro de 2001, nossos acionistas e os acionistas da Unibanco Holdings aprovaram um plano de opção de compra de ações. Em 21 de janeiro de 2002, nos começamos a outorgar opções, com um período de exercício de no mínimo três anos. Por meio desse plano nós podemos oferecer a nossos diretores, conselheiros, superintendentes e, em casos excepcionais, gerentes ou funcionários titulares de cargos equivalentes (coletivamente denominados “Executivos”) a oportunidade de participar no nosso capital e de se beneficiar da valorização das nossas ações e Units. O objetivo do plano de

opção de compra de ações e promover o alto desempenho e um comprometimento de longo prazo da nossa administração, bem como atrair, reter e motivar nossos Executivos.

Em 8 de abril de 2005, nossos acionistas aprovaram a reforma do plano de opção de compra de ações para que (i) os Executivos não possam exercer suas opções nem alienar as ações ou Units adquiridas por meio do exercício das opções quando nos ou a Unibanco Holdings estivermos proibidos pela lei de negociarmos com nossas próprias ações ou Units;

(ii) as opções exercidas possam ser atendidas com ações existentes em tesouraria ou com ações decorrentes de aumento do capital; e (iii) o período de exercício da opção pode ser prorrogado em algumas circunstâncias de cinco para oito anos.

Na Assembléia Geral Extraordinária ocorrida em 21 de março de 2007, foi aprovado um aditamento ao plano de opção de compra de ações. Como resultados desta alteração, nosso plano de opção de compra de ações passou a permitir a outorga de dois tipos de opções de compra: (i) Opção Simples; e (ii) Opção Bonificada.

Opção Simples

As Opções Simples são outorgadas a determinados Executivos por um preço baseado no valor de mercado de nossas ações ou Units na data da outorga. Um comitê especial, composto de quatro a seis membros eleitos pelo Presidente da Diretoria do Unibanco, bem como um membro do Conselho de Administração da Unibanco Holdings, e responsável pelo estabelecimento do prazo para exercício das opções, que deve ser entre 2 a 8 anos, bem como as características específicas de cada outorga, tais como os beneficiários, o número e o montante de opções. Este comitê não pode outorgar opções em qualquer ano representando mais de 1% do nosso capital autorizado e não devem existir opções outorgadas representando, em um valor agregado, mais de 10% do nosso capital autorizado total a qualquer tempo.

Até 31 de dezembro de 2007, já havíamos outorgado 26.899.862 opções de compra (excluindo as opções canceladas), das quais 13.419.962 opções permanecem exercíveis e 13.479.900 opções foram exercidas. As opções podem ser exercidas por Units a um preço médio de R\$ 8,11 por opção, o que inclui o ajuste no capital social realizado em julho de 2006. O período para exercício das opções iniciou em 21 de janeiro de 2005 e permaneceu válido até 21 de março de 2013. Durante 2007, nossos Executivos exerceram 5.721.728 opções. Para o ano encerrado em 31 de dezembro de 2007, nos reconhecemos R\$ 66 milhões em despesas com remuneração relacionadas com o plano de opção de compra de ações.

Opção Bonificada

Sob esse programa de sócios, os Executivos selecionados a participar deste programa (“Sócios”) podem investir parte da remuneração que receberem de bônus para adquirirem ações ou Units do Unibanco ou da Unibanco Holdings (“Ações ou Units Próprias”). Para cada ação ou Unit, o Sócio recebe uma quantidade de “Opção Bonificada”, que são opções para adquirir ações ou Units sujeitos ao período de exercício. A Opção Bonificada pode ser exercida pelo Sócio após manter a propriedade das Ações ou Units Próprias por um período de 3 a 5 anos.

Em 10 de Julho de 2007, 54 Executivos foram selecionados para ser Sócios do Unibanco. Até 31 de Dezembro de 2007, havia 53 Sócios, e 51 dos quais adquiriram 947.851 Ações ou Units Próprias e receberam 1.226.808 Opções Bonificadas. O período de exercício para estas opções iniciara em 3 de Setembro de 2010 e continuara em vigor até 3 de Setembro de 2012.

- Formulário 20F – fls. 149 e 150

Oferecemos aos nossos executivos a oportunidade de se tornarem acionistas através de nosso Plano de Opções de Compra de Ações que recompensa executivos que tiveram um desempenho excepcional. Até 31 de dezembro de 2007, já havíamos outorgado 26.899.862 opções de compra (excluindo as opções canceladas), das quais 13.419.962 opções permanecem exercíveis e 13.479.900 opções foram exercidas. As opções podem ser exercidas em forma de Units a um preço médio de R\$ 8,11 por opção, contemplando o ajuste de bonificação realizado em julho de 2006. O período para exercício das opções iniciou em 21 de janeiro de 2005 e permaneceu válido até 21 de março de 2013. Durante 2007, nossos Executivos exerceram 5.721.728 opções.

Na Assembléia Geral Extraordinária realizada em 21 de março de 2007, foi aprovado o aditamento do Regulamento do Plano de Opção de Compra de Ações de forma a permitir a criação de um programa, segundo o qual alguns executivos são escolhidos para serem “sócios” do Unibanco. O Programa de Sócios visa alinhar o comprometimento dos executivos com resultados de longo prazo e recompensar a alta performance, além de ser um instrumento para atrair, reter e motivar talentos. Os executivos escolhidos podem investir um percentual do respectivo bônus no Unibanco e na Unibanco Holdings e em troca receber uma determinada quantidade de Units

bonificadas (opções de aquisição de Ações ou Units, sujeito a determinadas condições de vesting). Em 31 de dezembro de 2007, havia 53 Sócios, sendo que 51 desses adquiriram 947.851 Ações ou Units Próprias e receberam 1.226.808 Opções Bonificadas. A única condição para exercer as Opções Bonificadas e manter a propriedade das ações ou Units Próprias por um período de 3 a 5 anos. O período de exercício para estas opções iniciara em 3 de Setembro de 2010 e continuara em vigor até 3 de Setembro de 2012. Para mais informações, veja “Item 6.B. Remuneração – Unibanco — Plano de Opção de Compra de Ações para Conselheiros e Diretores.”

- Formulário 20F – fl. 29 e 30

Nota 2 – Principais práticas contábeis

(x) Benefícios a empregados

(ii) Plano de opção de ações

Estabelecemos um plano de opções de ações em 2001, que está descrito na Nota 24. De 2001 até 2005, contabilizamos esse plano de acordo com a SFAS 123 “Contabilização de Plano de Outorga de Ações”.

Em 1 de janeiro de 2006 adotamos o método modificado prospectivo, da SFAS 123 (Revisado) – “Pagamento baseado em ações” e reconhecemos uma despesa de R\$10 relacionada a mudança no princípio contábil. Este pronunciamento requer que as sociedades por ações calculem o custo dos serviços prestados pelo empregado em troca de ações, com base no valor justo das mesmas na data da outorga, e para as ações classificadas como passivo, o custo de remuneração deveria ser mensurado no final de cada exercício como o excesso entre o preço de mercado das ações no final do período sobre o preço do exercício das ações na mesma data.

De acordo com a SFAS 123R, devemos mensurar o valor justo na data base das demonstrações financeiras e classificar como passivo, todos os planos de opção de ações indexados ao IPCA (índice de preço ao consumidor). Todas as opções de ações concedidas após 19 de julho de 2004 foram indexadas ao IPCA e classificadas como passivo.

Anteriormente a 1º de janeiro de 2006, mensurávamos o valor justo dos planos de opção de ações na data da outorga, conforme o modelo de precificação Black-Scholes. A partir de 1º de janeiro de 2006, começamos a utilizar o modelo de precificação binomial para mensurar o valor justo de todas as opções de ações outorgadas após essa data e de todas as opções de ações classificadas como passivo após a adoção do SFAS 123R.

Esse custo será reconhecido durante o período no qual o empregado deve prestar Serviços em troca das ações. O valor justo da opção de compra de ações e instrumentos semelhantes é calculado adotando-se modelos de precificação de opções ajustados às características únicas de tais instrumentos. Como resultado da aplicação do método modificado prospectivo para contabilizar a implementação da SFAS 123R, as despesas registradas nos exercícios anteriores referentes aos planos de opção de compra de ações não foram reclassificadas.

De acordo com este tratamento temporário, o custo de remuneração dos planos de compra de ações a partir de 1º de janeiro de 2006 inclui o montante aplicável de custo de remuneração de todos os instrumentos com base no valor justo da data da outorga de acordo com as disposições do SFAS 123 e o custo de remuneração de todos os instrumentos baseados em ações que classificávamos no patrimônio líquido e agora são classificados como passivos conforme as novas disposições do SFAS 123R. O valor justo do passivo era reconhecido, (i) reduzindo o patrimônio líquido até certo ponto, como o custo previamente reconhecido e (ii) pelo reconhecimento da diferença na demonstração de resultado como efeito cumulativo devido a mudança de práticas contábeis.

Na Assembléia Geral Extraordinária realizada em 21 de março de 2007, foi aprovada uma alteração no Regulamento do Plano de Opção de Compra de Ações. Como resultado da emenda, nosso plano de opção de ação permite conceder dois tipos de opção de ações: opções simples e opções bonificadas. Para mais detalhes veja a Nota 24.

As Units concedidas da bonificação em ações foram classificadas como resultado, e mensuradas pelo valor justo do preço da Unit na data da outorga.

- Formulário 20F – fl. 64 a 67

A Assembléia Geral Extraordinária, realizada em 31 de outubro de 2001, aprovou o plano de opções de ações. Com esse plano, nos começamos a garantir a opção de compra de ações, com um período de investimento ao menos de três anos, em 21 de janeiro de 2002. O objetivo da opção de compra de ações é criar comprometimento de longo prazo dos executivos com os mais altos padrões de performance, bem como atrair, reter e motivar nossos Executivos.

Em 8 de abril de 2005, nossos acionistas aprovaram uma emenda do plano de opção de compra de ações o qual fornece; (i) Os Executivos não podem exercer suas opções ou vender suas ações relevantes ou Units quando nos ou a Holdings estarão proibidos por lei de vender suas ações próprias ou Units; (ii) opções exercidas devem ser cumpridas com ações de tesouraria ou com ações emitidas no aumento do capital; e (iii) o período do exercício para opções podem se r estendido sob circunstâncias limitadas de cinco a oito anos.

Em Assembléia Geral Extraordinária realizada em 21 de março de 2007, foi aprovada a alteração do Plano de Opção de Compra de Ações. Como resultado dessas emendas, nosso plano de opção de compra de ações permite dois tipos de opção de compra de ações: a opção de compra de ações regular e a bonificação em ações.

As opções de compra de ações regulares são garantidas para determinados Executivos por um preço baseado no mercado de nossas ações ou Units na data da concessão. Um comitê especial, composto de quatro a seis membros eleitos pelo Presidente da alta administração do Unibanco, assim como um membro da Diretoria da Holdings, e responsável por estabelecer o período de investimento da opção de compra de ações, que devera se r entre dois e oito anos, assim como outras características específicas de cada concessão, tal como beneficiários e o número e valor das opções. As opções de compra de ações ou Units concedidas podem ser exercidas entre 3 a 6 anos da emissão. Esse comitê não pode conceder opções que em qualquer ano pode representar mais que 1% do capital total autorizado e não podem ter opções pendentes representando, em conjunto, mais que 10% do capital total autorizado em qualquer momento.

A opção de compra de ações tornou-se o principal programa de incentivo para os executivos. Esses executivos poderão investir um percentual de seus respectivos bônus para adquirir Units do Unibanco ou da Holdings. Para cada ação ou Unit adquirida, o sócio receberá um montante de bonificação em ações (opções para adquirir ações e Units estão suje itas as condições de aquisição definidas). O exercício dessa bonificação em ações esta limitado ao cumprimento de objetivos individuais e a manutenção das ações próprias pelos proprietários sem alterações e obrigações durante o período do exercício. A bonificação em ações pode ser exercida pelo sócio entre 3 e 5 anos. A tabela abaixo apresenta as premissas usadas para mensurar o valor justo na data base das demonstrações financeiras, classificadas como passivo, usando o modelo de precificação binomial.

	Em 31 de Dezembro,	
	2006	2007
Volatilidade histórica ponderada ⁽¹⁾	28,1%	35,5%
Taxa de juros livre de risco ⁽²⁾	11,6%	11,9%
Rendimento de dividendos esperados por Unit	3,6%	1,5%
Cancelamento anual esperado.....	11,2%	5,8%
Expectativa média de vida.....	3 - 6 anos	3 - 6 anos

(1) A volatilidade ponderada e calculada baseada na volatilidade histórica.

(2) As faixas sem risco são 11,6% a 11,7% em 2006 e 10,9% a 12,2% em 2007.

Reconhecemos despesas de remuneração de R\$4, R\$60 e R\$66 durante os exercícios findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007, respectivamente. Em 31 de dezembro de 2007 a despesa de remuneração e representada por R\$60 de plano de opções de ações classificados como passivo a valor justo na data base das demonstrações financeiras e de R\$6 classificados como patrimônio líquido a valor justo na data da outorga. As despesas de remuneração não são tributáveis.

A tabela a seguir resume as mudanças nos planos de opções de ações para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007. Para 2006, a tabela apresenta as mudanças nos planos de opção de ações classificados como patrimônio líquido e as mudanças nos planos de opções classificados como passivo.

	2005 ⁽¹⁾		2006 ⁽¹⁾			
	Patrimônio		Patrimônio		Passivo	
	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada do preço de exercício	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada do preço de exercício	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada do preço de exercício
Saldo no início do exercício.....	22.607.240	R\$ 4,88	14.955.460	R\$ 4,86	9.680.000	R\$ 7,56
Opções concedidas.....	8.610.000	7,87	-	-	630.000	14,44
Opções canceladas.....	(3.716.002)	5,14	(387.382)	4,83	(680.000)	8,55
Opções exercidas.....	(2.865.778)	4,60	(4.892.393)	4,62	-	-
Saldo no final do exercício.....	24.635.460	R\$ 5,92	9.675.685	R\$ 4,98	9.630.000	R\$ 8,55
Opções passíveis de exercício ao final do ano.....	483.224	4,24	799.613	4,51	-	-

	2007					
	Patrimônio			Passivo		
	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada do preço de exercício	Valor agregado intrínseco	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada do preço de exercício	Valor agregado intrínseco
Saldo no início do exercício.....	9.675.685	R\$ 4,98	-	9.630.000	R\$ 8,55	-
Opções concedidas.....	1.226.808	-	-	500.000	18,70	-
Opções canceladas.....	(197.331)	4,91	-	(466.664)	12,44	-
Opções exercidas.....	(5.575.060)	4,75	-	(146.668)	7,04	-
Saldo no final do exercício.....	5.130.102	R\$ 4,04	R\$ 106	9.516.668	R\$ 9,26	R\$ 147
Opções passíveis de exercício ao final do ano.....	643.860	5,12	13	166.668	7,04	3

Faixa do preço de exercício	Opções (em milhares de Units)	Média ponderada remanescente da vida do contrato	Média ponderada do preço de exercício
R\$3,89 - R\$5,00	2.788.468	0,9	4,70
R\$5,01 - R\$10,00	9.661.494	1,5	8,25
R\$10,01 - R\$15,00	370.000	2,8	13,66
R\$15,01 - R\$20,00	600.000	3,6	18,32
R\$20,01 - R\$24,67	1.226.808	3,7	22,31
	14.646.770	1,7	9,30

(1) Os montantes e preços de Units foram ajustados para refletir a bonificação de ações (2:1 ações) implementada em 17 de julho de 2006. Para maiores informações veja nota 19.

Em 31 de dezembro de 2007, havia R\$60 (2006 – R\$58) de custos totais de compensação não reconhecidos relacionados a opções de ações que ainda não estão no prazo de exercício. Em 2007, esse montante é representado por R\$40 (2006 – R\$54) opções de ações classificadas como passivo e R\$20 (2006 – R\$4) opções de ações classificadas como patrimônio, esperamos reconhecer esses custos por um período médio de 2,4 anos. O total do valor justo de opções exercíveis durante os anos findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007 foram R\$1, R\$2 e R\$5.

Em 31 de Dezembro de 2007, havia R\$121 (2006 – R\$73) de custos de remuneração reconhecidos, relacionados a opções de ações que ainda não estão no prazo de exercício. Em 2007, esse montante é representado por R\$110 (2006 – R\$52) opções de ações classificadas como passivo e R\$11 (2006 – R\$21) opções de ações classificadas como patrimônio. Em 2006 e 2007, o montante total recebido dos detentores das opções pelo exercício das mesmas foi de R\$19 e R\$27, respectivamente.

Os valores intrínsecos das opções exercidas durante os anos findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007 foram R\$29, R\$76 e R\$114, respectivamente.

TERMOS DE BUSCA

Opções

Stock Options

Remuneração

Ações

APÊNDICE V – Exemplo de aplicação do índice de transparência – empresa Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

EMPRESA: Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

**PONTUAÇÃO
MÁXIMA: 46 pts
OBTIDA: 31 pts**

INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DFPs

<p>I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários).</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 07 PONTUAÇÃO OBTIDA: 02</p>	
01 – Quantidade máxima de opções a serem outorgadas (em número ou percentual do Capital Social)	<i>As outorgas de Opções Simples e Opções bonificadas anuais estão limitadas a 1 % do capital autorizado e o total das opções outorgadas e não exercidas está limitado a 10% do capital autorizado.</i>
02 – Beneficiários elegíveis	
03 – Condições de transferência	
04 – Condições de alienação	
05 – Condições de carência	<i>Os prazos de exercícios são de 3 e 5 anos.</i>
06 – Condições de expiração	
07 – Política contábil adotada	
<p>II - a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 11 PONTUAÇÃO OBTIDA: 08</p>	
01 – Descrição da natureza das ações outorgadas	<i>Ação preferencial</i>
02 – Direitos concedidos às ações (como dividendos, voto, conversão, etc.)	
03 – Medida de elegibilidade dos beneficiários	
04 – Preços de exercício	<i>Sim – Tabela</i>
05 – Forma de cálculo para obter o preço de exercício	

06 – Possibilidade de reajuste no preço de exercício	<i>O preço de exercício das outorgas a partir do 3º trimestre de 2004 passou a ser corrigido, pro rata temporis, pela variação acumulada do IPCA do período compreendido entre a data da outorga e a respectiva data de exercício de cada uma das opções de Units.</i>
Movimentação das opções (No período de 2007)	
07 – Opções outorgadas	<i>Sim – Tabela</i>
08 – Opções exercidas	<i>Sim – Tabela</i>
09 – Opções canceladas	<i>Sim – Tabela</i>
10 – Opções expiradas	<i>Sim – Tabela</i>
11 – Saldo em 31/12/2007	<i>Sim – Tabela</i>
<p>III - o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 01 PONTUAÇÃO OBTIDA: - 0 -</p>	
01 – Diluição do capital	
<p>V - as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 02 PONTUAÇÃO OBTIDA: 02</p>	
01 – Datas ou períodos em que as opções poderão ser exercidas	<i>Sim – Tabela</i>
02 – Datas de expiração do direito	<i>Sim – Tabela</i>
<p>VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 02 PONTUAÇÃO OBTIDA: - 0 -</p>	
01 – Efeito no resultado	
02 – Efeito no PL	

INFORMAÇÕES DIVULGADAS NO SITE

<p>I – a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários).</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 07 PONTUAÇÃO OBTIDA: 06</p>	
01 - Quantidade máxima de opções a serem outorgadas (em número ou percentual do Capital Social)	<i>As outorgas de Opções Simples e Opções bonificadas anuais estão limitadas a 1 % do capital autorizado e o total das opções outorgadas e não exercidas está limitado a 10% do capital autorizado.</i>
02 - Beneficiários elegíveis	<i>Diretores, conselheiros, superintendentes e, em casos excepcionais gerentes ou funcionários de cargos equivalentes.</i>
03 - Condições de transferência	
04 - Condições de alienação	<i>Sim</i>
05 - Condições de carência	<i>Os prazos de exercício são de três e cinco anos.</i>
06 - Condições de expiração	<i>O período de exercício da opção pode ser prorrogado em algumas circunstâncias de cinco para oito anos.</i>
07 - Política contábil adotada	<i>Estabelecemos um plano de opções de ações em 2001, que está descrito na Nota 24. De 2001 a 2005, contabilizamos esse plano de acordo com a SFAS 123 “Contabilização de Plano de Outorga em Ações”. Em 1 de janeiro de 2006 adotamos o método modificado prospectivo, da SFAS 123 (Revisado) – “Pagamento baseado em ações”.</i>
<p>II - a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 11 PONTUAÇÃO OBTIDA: 09</p>	
01 - Descrição da natureza das ações outorgadas:	<i>Ação Preferencial</i>
02 - Direitos concedidos às ações (como dividendos, voto, conversão, etc.)	

03 - Medida de elegibilidade dos beneficiários	
04 - Preços de exercício	<i>Sim – Tabela</i>
05 - Forma de cálculo para obter o preço de exercício	<i>Com base no valor de mercado de nossas ações ou Units na data da outorga.</i>
06 - Possibilidade de reajuste no preço de exercício	<i>O preço de exercício das outorgas a partir do 3º trimestre de 2004 passou a ser corrigido, pro rata temporis, pela variação acumulada do IPCA do período compreendido entre a data da outorga e a respectiva data de exercício de cada uma das opções de Units.</i>
<u>Movimentação das opções (No período de 2007)</u>	
07 - Opções outorgadas	<i>Sim – Tabela</i>
08 - Opções exercidas	<i>Sim – Tabela</i>
09 - Opções canceladas	<i>Sim – Tabela</i>
10 - Opções expiradas	<i>Sim – Tabela</i>
11 - Saldo em 31/12/2007	<i>Sim – Tabela</i>
<p>III - o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 01 PONTUAÇÃO OBTIDA: - 0 -</p>	
01 - Diluição do capital	
<p>V - as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 02 PONTUAÇÃO OBTIDA: 02</p>	
01 - Datas ou períodos em que as opções poderão ser exercidas	<i>Sim – Tabela</i>
02 Datas de expiração do direito	<i>Sim – Tabela</i>
<p>VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.</p> <p style="text-align: center;">PONTUAÇÃO MÁXIMA: 02 PONTUAÇÃO OBTIDA: 02</p>	
01 - Efeito no resultado	<i>Sim – reconhece a despesa</i>
02 - Efeito no PL	<i>Sim – reconhece a despesa</i>

APÊNDICE VI – Empresas com planos de Opções de Ações aprovados, mas sem outorga vigente em 31/12/2007

- 1 Abyara Planejamento Imobiliário S/A
- 2 Atmosfera Gestão e Higiene de Têxteis AS
- 3 Banco Pine S/A
- 4 BRC Securitizadora S/A
- 5 CR2 Empreendimentos Imobiliários S/A
- 6 Company S/A
- 7 Conc. Rod. Osório – POA S/A
- 8 Construtora Tenda S/A
- 9 CSU Cardsystem S/A
- 10 Cyrela Brasil Realty S/A
- 11 Elekeiroz S/A
- 12 Eternit S/A
- 13 EZ Tec Empreendimentos
- 14 Helbor Empreendimentos S/A
- 15 Invet Tur Brasil S/A
- 16 JBS S/A
- 17 Marisa S/A
- 18 Metalúrgica Gerdau S/A
- 19 Redecard S/A
- 20 Rodobens Negócios Imobiliários S/A
- 21 T4F Entretenimento S/A
- 22 Telec de São Paulo – TELESP
- 23 TOTVS S/A
- 24 TPI – Triunfo Participações e Investimentos S/A
- 25 Trisul S/A
- 26 Ultrapar Participações S/A

APÊNDICE VII – Empresas com planos de Opções de Ações aprovados em 2008

- 1 Amil Participações S/A
- 2 Banco Daycoval S/A
- 3 Banco Indusval S/A
- 4 Banco Sofisa S/A
- 5 Brazilian Finance e Real State S/A
- 6 Calçados Azaléia S/A
- 7 Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário S/A
- 8 Cia Hering
- 9 Cia Vale do Rio Doce
- 10 Cyrela Commercial Propert S/A Empreendimentos e Participações
- 11 Diagnósticos da América S/A
- 12 Estácio Participações S/A
- 13 Grendene S/A
- 14 Inpar S/A
- 15 Kroton Educacional S/A
- 16 LAHotels S/A
- 17 Le Lis Blanc Deux Com. Confec. Roupas S/A
- 18 Light S/A
- 19 LOG
- 20 Magnesita Refratários S/A
- 21 Nutriplant Indústria e Comércio S.A
- 22 OGX Petróleo e Gás Participações S/A
- 23 Rossi Residencial S/A
- 24 Santos Brasil Participações S/A
- 25 Sul América S/A
- 26 Suzano Papel e Celulose S/A

APÊNDICE VIII – Empresas com planos de Opções de Ações excluídas do estudo por não possuírem DFPs publicadas em 31/12/2007

- 1 Cosan Limited
- 2 Dufry South América Ltda
- 3 Gradiente Eletrônica S/A
- 4 Infinity Bio-Energy Brasil Part. S/A
- 5 Wilson Sons Ltda

APÊNDICE IX - MODELO 2

Variável	Coef.	T-estat.	Prob.
Constante	1.240.973	0.225005	0,823
Tamanho do Conselho	0.905888	3.441.536	0,001
Membros Externos no Conselho	-1.252.176	-3.018.280	0,004
<i>Dummy</i> CEO/ <i>Chairperson</i>	-3.794.052	-2.398.701	0,021
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	0.485505	0.388068	0,700
<i>Dummy</i> Auditoria Independente	8.004.155	4.535.543	0,000
Investidores Estrangeiros	0.022958	0.158655	0,875
Investidores Institucionais	0.030260	0.199588	0,843
Concentração de Poder de Voto	-0.345941	-0.408412	0,685
<i>Dummy</i> Segmento Bovespa	0.157601	0.133039	0,895
<i>Dummy</i> ADRs Níveis II e III	0.837914	0.456275	0,650
Tamanho da Empresa	1.25E-08	0.807652	0,424
Endividamento	0.011353	0.398098	0,692
Rentabilidade	0.027945	0.377069	0,708
Liquidez	0.096439	1.950.980	0,057
<i>Dummy</i> setor de bens industriais	2.014.881	0.883824	0,382
<i>Dummy</i> setor de bens de consumo cíclico	3.619.030	1.834.115	0,073
<i>Dummy</i> setor de construção e transporte	6.694.584	3.092.867	0,003
<i>Dummy</i> setor de bens de cons. não-cíclico	3.893.698	2.018.907	0,050
<i>Dummy</i> setor de materiais básicos	1.473.082	0.675528	0,503
<i>Dummy</i> setor de telecomunicação	7.029.187	2.621.649	0,012
<i>Dummy</i> setor de tecnologia da informação	4.656.363	1.951.973	0,057
<i>Dummy</i> setor de utilidade pública	3.310.952	1.309.774	0,197
R ² Ajustado		0,4235	
F-statístico		3,237	
Probab, (F-statístico)		0,000416	
Durbin-Watson		1,969	
Observações		68	

APÊNDICE X - MODELO 3

Variável	Coef.	T-estat.	Prob.
Constante	2.501.728	0.385715	0,702
Tamanho do Conselho	0.760716	2.457.520	0,018
Membros Externos no Conselho	-5.420.964	-1.111.136	0,272
<i>Dummy</i> CEO/ <i>Chairperson</i>	-1.248.979	-0.671467	0,505
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	1.378.941	0.937253	0,354
<i>Dummy</i> Auditoria Independente	3.584.391	1.727.133	0,091
Investidores Estrangeiros	0.020421	0.120005	0,905
Investidores Institucionais	-0.086925	-0.487546	0,628
Concentração de Poder de Voto	1.368.100	1.373.445	0,176
<i>Dummy</i> Segmento Bovespa	-0.069077	-0.049585	0,961
<i>Dummy</i> ADRs Níveis II e III	-0.678791	-0.314311	0,755
Tamanho da Empresa	2.74E-08	1.512.041	0,138
Endividamento	-0.006019	-0.179463	0,858
Rentabilidade	-0.034065	-0.390857	0,698
Liquidez	0.038675	0.665316	0,509
<i>Dummy</i> setor de bens industriais	1.436.128	0.535681	0,595
<i>Dummy</i> setor de bens de consumo cíclico	1.502.442	0.647484	0,521
<i>Dummy</i> setor de construção e transporte	5.884.069	2.311.597	0,025
<i>Dummy</i> setor de bens de cons. não-cíclico	2.402.964	1.059.493	0,295
<i>Dummy</i> setor de materiais básicos	0.147920	0.057682	0,954
<i>Dummy</i> setor de telecomunicação	4.656.470	1.476.805	0,147
<i>Dummy</i> setor de tecnologia da informação	3.813.027	1.359.232	0,181
<i>Dummy</i> setor de utilidade pública	0.927929	0.312144	0,756
R ² Ajustado		0,1613	
F-estatístico		1,586	
Probab, (F-estatístico)		0,09446	
Durbin-Watson		2,091	
Observações		68	

APÊNDICE XI - MODELO 4

Variável	Coef.	T-estat.	Prob.
Constante	4.281.147	0.399061	0,692
Tamanho do Conselho	1.606.127	3.079.587	0,004
Membros Externos no Conselho	-1.867.171	-2.249.914	0,030
<i>Dummy</i> CEO/ <i>Chairperson</i>	-4.748.487	-1.512.998	0,137
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	2.203.666	0.870773	0,389
<i>Dummy</i> Auditoria Independente	1.131.113	3.294.545	0,002
Investidores Estrangeiros	-0.159298	-0.459488	0,648
Investidores Institucionais	0.165940	0.484848	0,630
Concentração de Poder de Voto	1.244.573	0.730385	0,469
<i>Dummy</i> Segmento Bovespa	0.567066	0.238816	0,812
<i>Dummy</i> ADRs Níveis II e III	0.705917	0.191451	0,849
Tamanho da Empresa	4.87E-08	1.555.210	0,127
Endividamento	0.012352	0.218343	0,828
Rentabilidade	0.018809	0.128078	0,899
Liquidez	0.152577	1.539.182	0,131
<i>Dummy</i> setor de bens industriais	2.686.350	0.585567	0,561
<i>Dummy</i> setor de bens de consumo cíclico	5.930.683	1.487.867	0,144
<i>Dummy</i> setor de construção e transporte	1.286.146	2.947.187	0,005
<i>Dummy</i> setor de bens de cons. não-cíclico	6.816.560	1.765.457	0,084
<i>Dummy</i> setor de materiais básicos	2.129.382	0.487969	0,628
<i>Dummy</i> setor de telecomunicação	1.130.248	2.133.944	0,039
<i>Dummy</i> setor de tecnologia da informação	8.241.282	1.737.142	0,089
<i>Dummy</i> setor de utilidade pública	3.809.092	0.748625	0,458
Propriedade Familiar	-3.047.500	-1.384.908	0,173
R ² Ajustado		0,3393	
F-statístico		2,496	
Probab, (F-statístico)		0,00449	
Durbin-Watson		2,062	
Observações		68	

APÊNDICE XII - MODELO 5

Variável	Coef.	T-estat.	Prob.
Constante	0.040529	0.161720	0,872
Tamanho do Conselho	0.031858	2.663.624	0,011
Membros Externos no Conselho	-0.395217	-2.096.543	0,042
<i>Dummy</i> CEO/ <i>Chairperson</i>	-0.099584	-1.385.594	0,173
<i>Dummy</i> Comitê de Remuneração	0.096911	1.704.754	0,095
<i>Dummy</i> Auditoria Independente	0.234278	2.921.595	0,005
Investidores Estrangeiros	-0.000433	-0.065900	0,948
Investidores Institucionais	-0.009008	-1.307.660	0,198
Concentração de Poder de Voto	0.040762	1.059.061	0,295
<i>Dummy</i> Segmento Bovespa	0.022547	0.418867	0,677
<i>Dummy</i> ADRs Níveis II e III	0.013505	0.161839	0,872
Tamanho da Empresa	1.39E-09	1.991.117	0,053
Endividamento	-0.000460	-0.355032	0,724
Rentabilidade	-0.002050	-0.608906	0,546
Liquidez	0.005316	2.366.766	0,022
<i>Dummy</i> setor de bens industriais	0.091843	0.886622	0,380
<i>Dummy</i> setor de bens de consumo cíclico	0.098793	1.101.881	0,276
<i>Dummy</i> setor de construção e transporte	0.257433	2.617.435	0,012
<i>Dummy</i> setor de bens de cons. não-cíclico	0.107375	1.225.272	0,227
<i>Dummy</i> setor de materiais básicos	0.123906	1.250.500	0,218
<i>Dummy</i> setor de telecomunicação	0.256436	2.104.860	0,041
<i>Dummy</i> setor de tecnologia da informação	0.201695	1.860.787	0,069
<i>Dummy</i> setor de utilidade pública	0.084891	0.739057	0,464
R ² Ajustado		0,4453	
F-statístico		3,445	
Probab, (F-statístico)		0,000217	
Durbin-Watson		2,146	
Observações		68	
Teste Jarque – Bera	Estat.	0,462	Prob. 0,8410

ANEXO I - Ofício Circular /CVM/SNC/SEP nº 01/2007**OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007**

Rio de Janeiro, 14 de fevereiro de 2007

Aos Senhores

Diretores de Relações com Investidores e

Auditores Independentes

ASSUNTO: Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas

Prezados Senhores,

Os Ofícios-Circulares emitidos pela área técnica da CVM têm como objetivo principal divulgar os problemas centrais e esclarecer dúvidas sobre a aplicação das Normas de Contabilidade pelas Companhias Abertas e das normas relativas aos Auditores Independentes. Esse ofício-circular também procura incentivar a adoção de novos procedimentos e divulgações, bem como antecipar futura regulamentação por parte da CVM e, em alguns casos, esclarecer questões relacionadas às normas internacionais emitidas pelo IASB.

A CVM vem, ao longo dos anos da sua atuação, buscando aperfeiçoar e manter atualizado o seu arcabouço normativo contábil, sempre com a participação de segmentos interessados do mercado ou da profissão contábil. Cumpre destacar a importante colaboração recebida da Comissão Consultiva de Normas Contábeis da CVM, que conta com representantes da ABRASCA, APIMEC, CFC, IBRACON, FIPECAFI/USP e colaboradores especialmente nomeados pela CVM, além dos professores Ariovaldo dos Santos (USP), José Augusto Marques (UFRJ) e Natan Szuster (UFRJ) e, agora, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, recentemente instalado.

Tem sido uma prática a atualização anual deste Ofício-Circular. Não obstante, a partir do corrente ano, é intenção da Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC e da Superintendência de Relações com Empresas - SEP, realizar atualizações deste documento em períodos menores, sempre que houver necessidade.

Nesse sentido e com vistas a permitir a participação de todos os interessados na evolução da qualidade das informações contábeis, a SNC e a SEP estão disponibilizando o endereço eletrônico "sugestoesoficiocontabil@cvm.gov.br" para que qualquer interessado possa colaborar, a qualquer tempo, oferecendo sugestões de aprimoramento deste ofício.

(...)

25. Remuneração por ações**25.1 Introdução**

A crescente utilização pelas companhias brasileiras de programas de remuneração através da concessão de opções de compra de ações aos empregados e a revisão de

pronunciamentos internacionais sobre o assunto por força de debates públicos sob a forma de contabilização, torna o assunto relevante para as considerações desse ofício circular.

Em 19 de fevereiro de 2004, foi editado pelo IASB o IFRS 2 *Share – Based Payment*, para aplicação a partir de 1 de janeiro de 2005. Em 31 de março de 2004, o *Financial Accounting Standards Board* – FASB emitiu uma minuta de pronunciamento que, na mesma direção do IASB e apenas com algumas pequenas diferenças, aborda as transações em que uma empresa troca serviços de empregados por (a) instrumentos de participação (*equity instruments*) da empresa ou (b) exigibilidades baseadas no valor justo de instrumentos patrimoniais. A minuta de pronunciamento americana elimina a possibilidade de utilizar o *APB Opinion n° 25, Accounting for Stock Issued to Employees*, e obriga o registro desse tipo de transações com base no método de valor justo (*fair-value-based method*). A regra geral desses pronunciamentos, aplicável à contabilização de planos de remuneração por ações, é o reconhecimento do custo ao longo do período de serviço requerido (*vesting period*) medido através dos modelos de apreçamento de opções.

25.2 Visão geral

A companhia aberta empregadora pode adotar vários tipos de planos para remunerar executivos e funcionários pela outorga de opções de compra de ações emitidas pela companhia. Nos planos de outorga de compra de ações convencionais, por exemplo, a companhia empregadora outorga opções para compra de um número fixo de ações da companhia, a um preço estabelecido, durante um período específico, em troca de serviços correntes ou futuros dos executivos e funcionários. Este tipo de remuneração é usual no mercado americano e, em menor escala, nos mercados da comunidade europeia, como forma de alinhar os objetivos dos investidores ao objetivo dos administradores e empregados. No Brasil, existem poucos casos divulgados de companhias com este tipo de plano de remuneração, possivelmente motivado pela baixa delegação de poderes dos investidores controladores aos administradores, dada a identificação dos acionistas controladores com os administradores, formando um mesmo grupo de interesse. Em qualquer hipótese, as companhias brasileiras com papéis negociados nos mercados estrangeiros devem acompanhar as recomendações internacionais que prevêm a contabilização destes programas na sua conta de resultados, ou seja, o efeito do plano de opções na demonstração do resultado.

25.3 O conceito de opção de ações como remuneração de empregados

Na configuração mais comum, a opção de ações dá ao empregado o direito de comprar um certo número de ações da companhia a um preço fixo por um certo número de anos. O preço pelo qual a opção é concedida é usualmente o preço de mercado na data em que as opções são concedidas. A lógica deste benefício é a expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão comprá-la pelo exercício (compra) a um preço mais baixo que foi referenciado no momento da concessão e vendê-lo pelo preço corrente do mercado, por exemplo.

A concessão de ações aos empregados é considerada uma forma flexível de remuneração que pretende atrair e motivar os empregados concedendo uma parte do futuro crescimento da companhia. Essa forma também faz sentido para companhias abertas que pretendem manter uma forma contínua de remuneração e participação dos empregados na administração da companhia. A idéia geral é o benefício do aumento da produtividade e retenção de talentos adicionado à relativamente pequena diluição do capital através da

concessão das opções em ações. O efeito positivo da remuneração aos empregados através da concessão de opções depende, em larga medida, da criação de um comprometimento real e significativo com os destinos da companhia.

No desenho de um programa de opções é necessário considerar a quantidade de ações que estarão disponíveis para serem exercidas e quantos empregados receberão o direito de receber essas opções a cada ano para que exista regularidade na concessão deste tipo de remuneração e nos efeitos benéficos esperados. Essa consideração é importante para que exista a possibilidade de inclusão de futuros empregados nesse tipo de remuneração. Outra consideração importante é a intenção de conceder o benefício a todos os empregados ou somente a alguns empregados-chave. A resposta a essas e outras perguntas determinarão a espécie de plano, o tempo previsto para a sua duração, as características de elegibilidade, alocação, avaliação, momento de concessão, períodos de carência e preço de exercício das opções.

Na prática das companhias em mercados mais desenvolvidos, as opções são tipicamente sujeitas a um período de três a cinco anos de prestação de serviços (*vesting period*), o que significa que se algum empregado tiver 20% deste período somente pode exercer 20% das opções, ou ainda, um empregado pode, tipicamente, exercer opções a que tenha direito a qualquer tempo, proporcionalmente ao período de elegibilidade.

Algumas companhias podem oferecer uma alternativa de exercício das opções sem desembolso no qual o empregado exerce a opção e a companhia paga um montante igual à diferença entre o preço de mercado menos o preço de exercício. Em outros casos, é necessário o desembolso pelos empregados do valor necessário ao pagamento pelas ações ao preço de exercício acordado no plano de remuneração baseado em ações.

25.4 Situação da contabilização nas normas americanas

O SFAS 123, *Accounting for Stock-Based Compensation*, encoraja o reconhecimento do "valor justo" dos planos de remuneração através de ações como despesa na data da concessão destes benefícios, mas permite que as companhias continuem contabilizando esses planos de acordo com as regras do APB nº 25, *Accounting for Stock Issued to Employees*. No APB nº 25, as despesas com remuneração são estimadas de acordo com o "valor intrínseco", ou seja, a diferença entre o valor da cotação e o preço de exercício da opção, na data em que o preço de exercício e o número de opções são conhecidas. A maioria das companhias americanas concedem um número fixo de opções com um preço de exercício igual ao preço da ação na data da concessão do benefício o que, sob as regras do APB 25, é a mesma data da medição e, portanto, resulta no reconhecimento de um valor igual a zero em despesa. As firmas que aplicam o método de estimativa do APB nº 25 devem divulgar em nota explicativa o valor estimado da concessão deste benefício através do conceito do valor justo, ou seja, utilizando um método de precificação adequado para a estimativa da despesa com a vantagem concedida, ou seja, o efeito no resultado e no lucro por ação.

Em resumo, na prática geral atual das companhias americanas é adotada a norma APB nº 25, *Accounting for Stock Issued to Employees* de 1972, em que é divulgado o valor justo em nota explicativa às demonstrações contábeis com reconhecimento de um valor zero nas despesas com remuneração (conta de resultado).

25.5 A contabilização pelas normas internacionais IFRS 2

O IFRS 2 requer que uma entidade reflita nos resultados e na posição financeira os efeitos das transações com pagamentos baseados em ações (*share-based payment transactions*), inclusive as despesas associadas com as opções de ações concedidas aos empregados. Inclui os seguintes tópicos: (i) todas as opções de ações e planos de compra de ações, (ii) direitos referenciados em ações, quando um pagamento depende do preço da ação, (iii) transações com fornecedores que envolvam um pagamento baseado em ações em troca de bens ou serviços de não empregados.

O princípio chave para registro das transações em que bens e serviços são recebidos tendo como referência os instrumentos patrimoniais da entidade devem ser medidos pelo método do valor justo dos bens e serviços recebidos. Se o valor não puder ser estimado de forma confiável, então o valor justo dos instrumentos patrimoniais concedidos deve ser usado.

No caso da remuneração por ações aos empregados, a medição do montante da transação é feita no início da época da concessão (*grant date*) e o processo de avaliação está focado nos termos e condições específicas da concessão de ações ou opções de ações aos empregados porque não é possível estimar de maneira confiável o valor justo dos serviços de empregados recebidos. A aplicação do valor justo pelo IFRS 2 resulta em uma despesa no resultado, mesmo que o preço de exercício da opção concedida aos empregados for a mesma que o preço da ação da empresa na data da concessão, tendo em vista a aplicação dos modelos de apreçamento de opções.

Em linhas gerais, o pronunciamento IFRS 2 objetiva que o usuário da informação contábil tenha acesso à divulgação: (i) da natureza e extensão em que os contratos de pagamento baseados em ações existiram durante o período contábil; (ii) como o valor justo foi determinado e, (iii) o efeito do pagamento das transações baseadas em ações no resultado e posição financeira no período.

25.6 A controvérsia sobre a estimativa e métodos de precificação das opções

Na estimativa das despesas que correspondem à concessão de opções de ações aos empregados as companhias devem escolher um método de precificação capaz de medir o efeito presente deste tipo de instrumento. O modelo Black-Scholes e o modelo binomial são os mais populares para avaliação das opções de ações. Cada um desses modelos está baseado em premissas subjetivas como a volatilidade, ou seja, a sua tendência histórica em aumentar ou diminuir em um certo período de tempo. Ainda que a avaliação destes instrumentos financeiros seja imperfeita já que, por exemplo, considera as opções como negociáveis livremente enquanto que as opções concedidas aos empregados sofrem um conjunto de restrições, considera-se que: (i) é preferível algum tipo de estimativa em lugar de nenhuma estimativa e, (ii) é possível fazer alguns ajustes nas entradas nos modelos de precificação de opções para considerar essas diferenças, como a volatilidade esperada, a vida esperada e a probabilidade de adquirir o direito (*vesting*).

25.7 Aspectos corporativos da aprovação do plano de opções

A aprovação pelos acionistas é um aspecto relevante para a existência do plano de opções. Este tipo de plano de remuneração implica a modificação da estrutura do capital social da companhia e, ainda, que não modifique substancialmente as relações de participação, deve ser aprovado pela Assembléia Geral dos acionistas ou pelo Conselho de Administração. Este tópico deve ser também considerado nas regras de governança

corporativa estabelecida para que os investidores tenham pleno entendimento dos montantes envolvidos tanto no resultado da companhia quanto na posição acionária geral. Ainda que a compensação vinculada a ações pretenda incentivar nos empregados e administradores o comportamento que os acionistas desejam, existem aspectos éticos que devem estar presentes no comportamento desses empregados ao propor e mudar regras de contabilização em geral e, especialmente, na divulgação de informações que sejam capazes de inflar expectativas de lucros futuros.

25.8 Glossário de alguns dos principais termos utilizados nos planos de opções

- aquisição do direito (*vesting*): entrega, pela companhia, de um benefício correspondente ao direito de um empregado adquirido gradualmente pelo tempo de serviço prestado;
- data da aprovação de Planos de Opções: o plano deve ser aprovado pelo Conselho de Administração ou Assembléia Geral;
- data de divulgação: o Plano de Opções é divulgado nos termos da Instrução CVM nº 358/02;
- data da concessão (*grant date*): a data em que uma opção é concedida a um indivíduo, ou a data em que uma companhia e o empregado acordam (conforme previsto em um acordo de remuneração baseado em ações) na data da concessão do direito sobre instrumentos patrimoniais, dentro de certas condições (*vesting conditions*), pelos quais esse direito será exercido;
- data de aquisição (*vest date*): data a partir da qual uma opção pode ser exercida e vendida ;
- data do exercício: a opção é geralmente exercida entre duas datas: a data a partir da qual as condições do plano tornam possível o exercício (*vesting date*), fixada após a data de concessão, e a data da expiração, que é geralmente fixada alguns anos após;
- data da expiração: é o último dia em que uma opção pode ser exercida, ou vendida; nesta data os direitos do empregado se extinguem, ou seja, perdem o valor;
- direito adquirido (*vested*) – revestido ou que atende as condições contratuais
- exercício: decisão de comprar a ação através da opção;
- instrumento patrimonial: contrato identificado ao resultado residual dos ativos da companhia menos todas as exigibilidades;
- opção de ações como remuneração: um direito emitido por uma companhia aberta a um indivíduo para comprar um montante de ações da companhia a um preço estabelecido, dentro de um período de tempo especificado;
- período aquisitivo (*vesting period*): período entre a data da concessão (*grant date*) e a data na qual todas as condições de elegibilidade (*vesting conditions*) de um plano de opções foram atendidas;

- Plano de Opção: contrato que dá ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de subscrever ações de uma companhia a um preço fixo ou determinável em um determinado período de tempo. (contrato contendo um conjunto de regras definidas em um documento que dá direito ao empregado de comprar uma ação da companhia em uma data futura).
- preço de exercício: preço pelo qual uma ação pode ser comprada através do exercício de uma opção (*strike price*);
- vida esperada: o período de tempo entre a data da concessão (*grant date*) e a data em que, estima-se, a opção seja exercida;
- valor de concessão (*grant value*): representa o valor de face da opção. Este valor é calculado com base na aplicação do método de precificação utilizado.
- valor esperado (*expected value*): representa o valor da remuneração oferecida ao participante e não necessariamente o ganho realizado; é o valor presente dos ganhos futuros; a quantificação pode ser feita com várias metodologias, sendo as mais comuns o modelo Black-Scholes e o Binomial.
- valor justo: o montante pelo qual um ativo pode ser negociado em um mercado ativo, em que comprador e vendedor possuam conhecimento do assunto e independência entre si, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação, ou, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro: a) o valor que se pode obter com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares, em um mercado ativo; ou b) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros a serem obtidos, ajustado com base na taxa de juros vigente no mercado, para instrumentos de natureza, prazo e risco similares.

25.9 Contabilização dos planos de remuneração por ações

Os problemas de gestão e informação surgidos em companhias internacionais, têm levado um número crescente de companhias a, voluntariamente, reconhecer os custos com a concessão de opções de ações como despesas reconhecidas na demonstração do resultado. Essa tendência dá suporte e apóia o entendimento dos órgãos internacionais no sentido de reconhecer o efeito no resultado deste tipo de planos de remuneração estimados pelo valor justo, ou seja, através de métodos de precificação adequados.

É o entendimento da área técnica desta CVM que as companhias devem reconhecer contabilmente as despesas referentes à concessão de ações como forma de remunerar os empregados utilizando-se de método de precificação adequado. No entanto, enquanto não houver expressa determinação nesse sentido, as companhias abertas devem divulgar em nota explicativa qual seria o montante do resultado do período e do Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.

25.10 Divulgação em nota explicativa dos planos de opções

O objetivo de iniciar o processo de conhecimento dessa questão no âmbito do mercado de capitais brasileiro levou às disposições do Pronunciamento Ibracon sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados aprovado pela Deliberação CVM nº 371, que determina a divulgação, no mínimo, das seguintes informações: (i) a natureza e as condições dos planos de opção de compra de ações; (ii) a política contábil adotada; e (iii) a quantidade e o valor pelos quais as ações foram emitidas.

Para cumprir os objetivos de divulgação, e atender ao artigo 176 da lei societária que prevê a divulgação das opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício social, a companhia deve divulgar em Nota Explicativa às demonstrações contábeis e no formulário Informações Trimestrais – ITR as seguintes informações relativas aos Planos de Opções, sempre comparativamente aos respectivos períodos anteriores:

I - a existência de Planos de Opções, com a descrição de sua natureza e condições (incluindo condições de elegibilidade por parte dos beneficiários).

II - a quantidade, descrição da natureza e condições (incluindo, quando aplicável, direitos a dividendos, voto, conversão, datas de exercício e expiração) e montante de opções outorgadas, exercidas e expiradas, se for o caso, detidas por cada grupo de beneficiários, incluindo o seu preço de exercício ou, se for o caso, a forma de cálculo para obtê-lo. A medida da elegibilidade dos beneficiários ao exercício do direito deve ser indicada (por exemplo, o prazo decorrido desde a data da outorga da opção em relação ao prazo total até que o beneficiário possa exercer a opção);

III - o percentual de diluição de participação a que eventualmente serão submetidos os atuais acionistas em caso de exercício de todas as opções a serem outorgadas;

IV - quanto às opções exercidas, descrição das ações entregues, em quantidade, classe e espécie, e o preço total e unitário de exercício relativamente a cada uma das classes e espécies e o respectivo valor de mercado nas respectivas datas;

V - as datas ou períodos em que poderão ser exercidas opções pelos beneficiários e eventuais datas de expiração;

VI - descrição das eventuais negociações envolvendo ações em tesouraria para efetuar o resgate das opções, indicando a quantidade de ações, por classe e espécie, bem como o valor recebido pela companhia; e

VII – o efeito na Demonstração do Resultado do Exercício e no Patrimônio Líquido, caso essa contabilização tivesse sido feita.

Fonte: http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp#25.