

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



COMPENSAÇÃO E ESTRUTURA DO BOARD OF DIRECTORS:
AS EMPRESAS DE UTILITIES

Pedro Miguel Fernandes Henriques

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão

Orientadora:

Prof.^a Doutora Clara Raposo, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Maio 2009

Resumo

A compensação de executivos, muitas vezes associada a um mecanismo de diminuição do conflito de agência, na medida em que aproxima os objectivos de gestores e accionistas, reflecte também uma forma de remunerar o desempenho destes indivíduos. As pesquisas mais importantes sobre este tema começaram em meados dos anos 80, e desde então que se comparam as práticas de compensação de uma forma abrangente em termos internacionais e intersectoriais.

Esta tese analisa a compensação e a estrutura do *Board of Directors* das empresas num sector específico - *Utilities* - ao comparar as principais teorias subjacentes a este tema com a análise da compensação de BoD's de uma amostra internacional de empresas.

Conclui-se que neste sector a América do Norte e a Europa apresentam um número superior de administradores não-executivos por administrador executivo.

A compensação na América do Norte difere das restantes regiões porque apresenta montantes superiores, a compensação fixa tem pouco peso sobre a compensação total e a compensação sob a forma de *stock options*, acções e LTIP's é superior. Também nesta região verificaram-se correlações positivas entre a compensação variável dos administradores executivos e do CEO face à dimensão da empresa. Por último, conclui-se que os administradores não-executivos apresentam compensações inferiores face aos administradores executivos, com um peso superior de compensação fixa revelando uma forma de compensação independente da performance alcançada pela empresa.

Palavras-chave: Compensação de Executivos, *Utilities*, *Corporate Governance*, Conselho de Administração

Classificação JEL:

G34 – Corporate Governance

M52 – Compensation and Compensation Methods and Their Effects

Abstract

Executive compensation is considered to be a mechanism of reduction agency problems, since it approaches managers' and shareholders' objectives. It reflects also a way of remunerating the work of such individuals. The most important executive compensation research began in the 1980s, and, since then, general comparisons between countries and business areas have been made.

This study analyses the structure and compensation of the Board of Director's in a specific business area - Utilities - by comparing the principal theories of executive compensation with a BoD's structure and compensation analysis of an international sample of firms.

North America and Europe are the regions with more non-executive directors per executive director. North America's executive compensation differs from the other regions', since its companies pay significantly more, the fixed form compensation has a smaller weight, and it offers a larger share of stock options, share-based compensation and LTIP's. Also in this region, the variable compensation of executive directors and CEO are positive correlated with the company's size. Finally, this study concludes that the non-executive directors present lower compensation than executive directors, also with a larger share of fixed compensation, revealing an independent form of compensation from the company's performance.

Key words: Executive Compensation, Utilities, Corporate Governance, Board of Directors

JEL Classification Number:

G34 – Corporate Governance

M52 – Compensation and Compensation Methods and Their Effect

Agradecimentos

Agradeço à Prof. Dr.ª Clara Raposo, pela sua orientação, compreensão e apoio na realização desta tese.

Um agradecimento especial ao Prof. Dr. Miguel Ferreira pela ajuda na escolha do tema e pela contribuição no processo de recolha da informação que serviu de base a esta tese.

Deixo ainda uma palavra de agradecimento ao meu colega Paulo Falcão pelas opiniões, conselhos e disponibilidade demonstrada.

Gostaria também de agradecer à minha família e amigos toda a confiança que depositaram em mim, a ajuda e as palavras de apoio.

Índice

Índice de Gráficos	III
Índice de Tabelas	IV
Índice de Figuras	IV
Índice de Anexos	V
Lista de Abreviações	VI
Sumário Executivo	VII
Introdução	1
1. Compensação de Executivos	3
1.1. Conflito de Agência.....	4
1.2. Estrutura do Board of Directors.....	7
1.3. Uma Perspectiva Histórica.....	8
1.4. Nível de compensação vs Dimensão das empresas.....	9
1.5. Comparação Internacional.....	11
1.6. Componentes da Compensação de Executivos.....	13
1.6.1. Remuneração Fixa/Salário.....	13
1.6.2. Planos de bónus anuais.....	14
1.6.3. Stock Options.....	18
1.6.4. Outras Formas de Remuneração.....	22
2. Compensação de Executivos no Sector das <i>Utilities</i>	24
2.1. Trabalho de Recolha de Dados.....	25
2.2. Compensação dos CEO's nos EUA.....	28
2.3. Descrição da Amostra.....	29
3. Análise da Amostra da Estrutura e Compensação do BoD nas <i>Utilities</i>	35
3.1. Estrutura do Board of Directors.....	35
3.2. Compensação de Administradores Executivos e Não-Executivos.....	39
3.3. Análise das Componentes de Compensação.....	42
3.3.1. Compensação do Board of Directors.....	42
3.3.2. Compensação dos Membros Executivos do BoD.....	44

3.3.3.	Compensação dos Membros Não-Executivos do BoD.....	45
3.3.4.	Compensação do CEO.....	47
3.4.	Relação entre a Compensação de Executivos e o Valor da Empresa.....	49
3.4.1.	<i>Estrutura do Board of Directors</i>	50
3.4.2.	<i>Compensação do Board of Directors</i>	51
3.5.	Regressão Linear entre a Compensação do BoD e a Dimensão da Empresa .	52
	Conclusões	54
	Bibliografia.....	56
	Anexos.....	59

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução da Compensação Média de CEO’s nos EUA entre 1997 e 2005	28
Gráfico 2 – Compensação do CEO nos EUA em 2005 por Sector de Actividade	29
Gráfico 3 - Distribuição do Número de Empresas da Amostra por Continentes	30
Gráfico 4 – Distribuição do Número de Empresas da Amostra por Sectores das <i>Utilities</i>	32
Gráfico 5 – Número Médio de Administradores por País	36
Gráfico 6 – Estrutura do <i>Board of Directors</i> por Continente	37
Gráfico 7 - Índice de Monitorização por País	38
Gráfico 8 – Índice de Monitorização por Continente	38
Gráfico 9 – Compensação Total do Board of Directors (Executivos vs Não-Executivos)	40
Gráfico 10 – Comparação entre Compensação Fixa e Variável de administradores Executivos e Não-Executivos por Continente	41
Gráfico 11 – Compensação fixa e variável do CEO por Continente	41
Gráfico 12 – Tipos de Compensação do BoD por Continente	43
Gráfico 13 – Tipos de Compensação do BoD por Continente	43
Gráfico 14 – Tipos de compensação dos Membros Executivos do BoD por Continente (em valor)	44
Gráfico 15 - Tipos de compensação dos Membros Executivos do BoD por Continente (em %)	45
Gráfico 16 - Tipos de compensação dos Membros Não-Executivos do BoD por Continente (em valor)	46
Gráfico 17 - Tipos de compensação dos Membros Não-Executivos do BoD por Continente (em %)	46
Gráfico 18 - Tipos de compensação do CEO por Continente (em valor)	47
Gráfico 19 - Tipos de compensação do CEO por Continente (em %)	48

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Número de Empresas e Peso no Total da Amostra por Continente e País ...	31
Tabela 2 – Distribuição do Número de Empresas por Sector de Actividade	32
Tabela 3 – Compensação Média Total do Board of Directors por Sector e Continente	33
Tabela 4 – Compensação e Dados Biográficos do CEO por Continente e País.....	34
Tabela 5 – Coeficiente de Correlação entre a estrutura e Dimensão do BoD e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente.....	50
Tabela 6 - Coeficiente de Correlação entre a Compensação do BoD e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente.....	51
Tabela 7 – Regressão Linear: Compensação Variável dos membros Executivos do BoD vs Market Value	53
Tabela 8 – Regressão Linear: Compensação do CEO vs Market Value	53

Índice de Figuras

Figura 1 – Exemplo da vantagem de atribuição de acções ao CEO.....	5
Figura 2 - Componentes de um Plano de Incentivo Anual.....	15

Índice de Anexos

Anexo 1 - Gross National Product em 2006.....	59
Anexo 2 – SIC Codes do sector das <i>Utilities</i>	60
Anexo 3 – Empresas seleccionadas para a amostra (1 de 3).....	61
Anexo 4 - Empresas seleccionadas para a amostra (2 de 3).....	62
Anexo 5 - Empresas seleccionadas para a amostra (3 de 3).....	63
Anexo 6 - Compensação do Board of Directors (Executivos/Não-Executivos) por país.....	64
Anexo 7 – Compensações Médias por Tipo de Cargo (Executivo e Não-Executivo) por País	65
Anexo 8 – Comparação entre a Compensação Média dos Administradores e do CEO.....	66
Anexo 9 – Tipos de Compensação do Board of Directors por País	67
Anexo 10 – Tipos de Compensação do Board of Directors por País	68
Anexo 11 - Tipos de Compensação dos Membros Executivos do Board of Directors por País	69
Anexo 12 - Tipos de Compensação dos Membros Não-Executivos do Board of Directors por País	70
Anexo 13 - Tipos de Compensação dos CEO's por País	71
Anexo 14 – Coeficiente de Correlação entre Compensação do BoD (Membros Executivos, Não-Executivos e CEO) e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente	72
Anexo 15 – Correlações entre a estrutura e a dimensão do BoD, e Market Value e Total Sales por país.....	73
Anexo 16 - Correlações entre a Compensação do BoD, e Market Value e Total Sales por país.....	74
Anexo 17 - Correlações entre a Compensação dos membros Executivos do BoD, e Market Value e Total Sales por país.....	75
Anexo 18 - Correlações entre a Compensação dos membros Não-Executivos do BoD, e Market Value e Total Sales por país.....	76
Anexo 19 - Correlações entre a Compensação dos CEO's, e Market Value e Total Sales por país	77
Anexo 20 – Gráficos de Dispersão da compensação Variável dos membros Executivos do BoD vs Market Value por continente.....	78
Anexo 21 - Gráficos de Dispersão da compensação Variável do CEO vs Market Value por continente	79

Lista de Abreviações

BoD – *Board of Directors*

CEO – *Chief Executive Officer*

EBIT – *Earnings Before Interest and Tax*

EPS – *Earnings per Share*

FMI – Fundo Monetário Internacional

I&D – Investigação e Desenvolvimento

ISO's – *Incentive Stock Options*

LTIP's – *Long Term Incentive Plans*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PNB – Produto Nacional Bruto

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SERP's – *Supplemental Executive Retirement Plans*

SIC Code – *Standard Industrial Classification Code*

USD – *United States Dollar*

Sumário Executivo

A Compensação de Executivos é um tema que tem vindo a suscitar grande interesse nos últimos anos. Muitas vezes associada a um mecanismo de diminuição do conflito de agência, na medida em que aproxima os objectivos de gestores e accionistas, reflecte também uma forma de remunerar o desempenho destes indivíduos.

As pesquisas mais importantes sobre este tema começaram em meados dos anos 80, e desde então que se comparam as práticas de compensação de uma forma abrangente em termos internacionais e intersectoriais. Este estudo aborda a compensação de Executivos das empresas do sector das *Utilities*. Este sector apresenta características que o distinguem dos restantes, quer pela dimensão reduzida do número de empresas a actuar, quer pelos grandes investimentos gerados pelas mesmas, ou ainda pelo facto de estar intimamente ligado ao Estado.

O Conflito de Agência consiste na delegação de poder por parte do principal (accionista), ao agente (CEO), para a prestação de um serviço. Assim, por um lado os gestores que pretendem ser bem-sucedidos, podem arriscar mais; por outro lado, os accionistas que pretendem um retorno mais seguro, uma vez que foram estes que investiram o capital, não querem ver o seu investimento em risco. De forma a diminuir este tipo de conflito, em 1918, Alfred Sloan, na altura Vice-Presidente da prestigiada marca de automóveis General Motors, criou um dos primeiros planos de incentivos que visava compensar os gestores com base na sua performance. Assim, o objectivo principal deste tipo de planos consistia em tentar convergir os interesses dos gestores e dos accionistas atribuindo bónus de acordo com a contribuição de cada gestor para o sucesso global da empresa.

Nos dias de hoje existem diversas componentes de compensação, entre elas, a compensação fixa (salário), a compensação variável (bónus) e a compensação sobre a forma de *stock options*. A compensação fixa é a componente principal dos contratos dos executivos e a maior parte das restantes componentes de compensação são calculadas como uma percentagem desta, pese embora o facto de representar cada vez menos face ao total de remuneração auferida.

A compensação variável, ou os planos de bónus anuais, varia de acordo com a performance da empresa no período em questão. Estes planos pressupõem a definição de determinados patamares, tais como: o Limiar de Performance (mínimo de performance sujeita a bónus), o Bónus Alvo (atribuído ao atingir o *Standard* de Performance) e o Limite de Bónus (máximo de bónus a atribuir). Entre o Limiar de Performance e o Limite de Bónus, encontra-se a Zona de Incentivo, que indica o intervalo virtual em que cada melhoria verificada na performance corresponde a um aumento do bónus. As *Stock Options* são contratos que conferem ao receptor o direito de comprar acções a um determinado preço previamente estabelecido – preço de exercício - durante um determinado período. As *Stock Options* são opções diferentes das restantes, quer pelo facto de não serem transaccionáveis no mercado ou por conferirem determinadas vantagens contabilísticas e fiscais.

Com base numa amostra de 210 empresas, foram recolhidos os dados relativos à estrutura e compensação dos BoD's e CEO's. Esta pesquisa foi realizada para o ano de 2006, tendo sido utilizadas diversas fontes de informação, nomeadamente: *Datastream/Worldscope*, *Boardex*, *Annual Reports*, *Proxy Statements* (ou o seu equivalente, como “*Management Informaton*” no Canadá) e *Form 20F* da SEC (*Securities and Exchange Commission*).

No que diz respeito à estrutura do BoD, a Europa e a América do Norte, como regiões mais desenvolvidas, apresentaram um Índice de Monitorização inferior a 0,5. Este valor significa que por cada administrador Executivo, existem em média dois administradores Não-Executivos o que indica boas práticas de controlo. Contudo, não foi possível estabelecer uma relação entre a dimensão do BoD e a própria estrutura do BoD (Executivos e Não-Executivos), e a dimensão da empresa.

Este estudo chegou à mesma conclusão de Murphy (1998) para os EUA. Ou seja, a compensação dos executivos Norte-Americanos difere dos restantes países, porque apresenta sempre montantes mais elevados, e porque a componente Fixa assume uma percentagem reduzida face à compensação total.

A análise à compensação do CEO vai de encontro ao preconizado por Fernandes et al. (2008), ou seja, os EUA apresentam a maior compensação paga, sendo que é aquela que apresenta também maior quantidade de *Stock Options*, Acções ou LTIP's.

Os administradores Executivos auferem valores substancialmente mais elevados que os administradores Não-Executivos, em todas as regiões (com excepção da América do Sul), com um peso superior de *Stock Options*, Acções e LTIP's, e compensação Variável. A conjugação destes factores revela uma forma específica de compensação que confere independência às funções de supervisão e monitorização que os administradores Não-Executivos desempenham.

Como Rosen (1982) e Kostiuk (1990) a relação entre compensação e dimensão da empresa não é surpreendente, e no caso deste estudo, verificaram-se determinadas correlações, particularmente no Continente Norte-Americano para os administradores Executivos e também na Europa para o CEO.

Introdução

A compensação de Executivos é um tema que tem vindo a suscitar grande interesse nos últimos anos. Muitas vezes associada a um mecanismo de diminuição do conflito de agência, na medida em que aproxima os gestores dos accionistas, reflecte também uma forma de remunerar o desempenho destes indivíduos.

Este estudo pretende abordar a compensação de Executivos das empresas do sector das *Utilities*. Este sector apresenta características que o distinguem dos restantes, quer pela dimensão reduzida do número de empresas a actuar, quer pelos grandes investimentos gerados pelas mesmas, ou ainda pelo facto de estarem intimamente ligadas ao Estado. Grande parte dos estudos que se debruça sobre este tema realiza comparações e analisam a evolução da compensação em termos internacionais e intersectoriais. Não obstante, este estudo pretende realizar uma comparação internacional de práticas de compensação, no sector específico das *Utilities*.

No capítulo um são expostas as principais teorias subjacentes à compensação de executivos, de modo a contextualizar este tema. Numa primeira abordagem é analisada a teoria do conflito de agência, onde se verifica que a compensação de executivos se revela um instrumento fundamental para aproximar os interesses e objectivos de gestores e accionistas, nomeadamente através da remuneração sob a forma de acções e *stock options*. Posteriormente é exposto um exemplo histórico de um dos primeiros planos de incentivos criados com o intuito de compensar os gestores na empresa General Motors. De seguida foi realizada uma pesquisa de outros estudos relativamente à relação que se estabelece entre o nível de compensação e a dimensão das empresas bem como a comparação das práticas de compensação internacionais. São ainda abordadas as diversas componentes de compensação, entre elas, a compensação fixa mediante a atribuição de salários, a compensação variável que diz respeito a planos de incentivos e bónus de desempenho, a compensação sobre a forma de acções e *stock options* e ainda os planos de incentivo de longo prazo.

No capítulo dois é descrito todo o trabalho de recolha de dados sobre compensação e estrutura dos Board of Directors para a uma amostra de 210 empresas ligadas ao sector das *Utilities* dispersas por 30 países. Para além disso foi realizada uma breve análise à compensação de CEO's (Chief Executive Officer) nos Estados Unidos da América, tendo por base os dados fornecidos pela revista Norte-Americana Forbes. Para finalizar este capítulo foi realizada uma descrição da amostra obtida, em termos de abrangência internacional e por sectores de actividade das *Utilities*, bem como as compensações médias do BoD e do CEO por país.

No capítulo três realiza-se uma análise à amostra anteriormente referida. Esta análise é realizada em cinco prismas: (1) análise da estrutura e dimensão dos BoD's, (2) comparação entre a compensação de administradores executivos e não-executivos, (3) análise das componentes de compensação para o BoD, para os membros executivos e não-executivos do BoD e para o CEO, (4) análise da relação entre a compensação de executivos e o valor da empresa e (5) regressão linear entre a compensação do BoD e a dimensão da empresa.

Finalmente serão expostas as conclusões deste estudo, assim como a sua comparação com os estudos analisados no capítulo um.

1. Compensação de Executivos

Poucos assuntos na história das empresas modernas reuniram tanta atenção como a compensação de executivos. Vários factores contribuíram para este interesse que afecta a generalidade das grandes empresas. Primeiro, o enorme crescimento verificado na compensação dos gestores. Segundo, a percepção generalizada de que muita da riqueza distribuída a estes indivíduos resulta de cortes no pessoal ou no fecho de unidades de produção. Por último, o grande crescimento verificado nos anos 90 levou a que a remuneração dos gestores de topo apresentasse um crescimento exponencial, principalmente nos casos em que a mesma dependia da performance global das empresas.

Depois de ultrapassados grandes escândalos associados a CEO's¹ de grandes empresas, como é o caso da Enron ou da Worldcom, a compensação de executivos passou a ser uma questão de particular interesse muitas vezes confundida com o poder detido por estes indivíduos.

As pesquisas mais importantes sobre este tema começaram em meados dos anos 80, altura em que se verificou um aumento na compensação de executivos e um consequente crescimento da investigação académica sobre este tema. Uma das problemáticas mais discutidas, da qual resulta a questão essencial da compensação de executivos denomina-se por Conflito de Agência.

A compensação de executivos assume-se como uma forma de recompensar os executivos, mas também como uma ferramenta útil para a diminuição do Conflito de Agência. Os sistemas de incentivos, como é o caso dos Planos de Bónus anuais, são a forma de compensação mais comum, permitindo uma remuneração directamente dependente da performance alcançada pela empresa. Além destes aspectos, convém salientar que a própria compensação, em particular os incentivos e bónus, conferem uma motivação adicional aos executivos, orientando-os inclusive nas suas decisões.

De acordo com a literatura vigente e as práticas mais comuns existem ainda diversos tipos de compensação que serão expostos ao longo deste capítulo.

¹ O *Chief Executive Officer* (CEO) é o responsável máximo pela gestão da empresa. É considerado também o Presidente Executivo.

1.1. Conflito de Agência

Os trabalhos de investigação mais importantes sobre a compensação de executivos, como já foi anteriormente referido, começaram nos anos 80 em consonância com a emergência do Conflito de Agência. O Conflito de Agência consiste na delegação de poder por parte do principal (accionista), ao agente (CEO), para a prestação de um serviço. Este serviço, nomeadamente a gestão e administração de uma organização, requer que o principal delegue alguma autoridade, ou seja, algum poder de decisão ao agente.

Na generalidade dos casos emergem dois tipos de relações principal-agente. Primeiro, os accionistas, que agem como principal (geralmente através do *Board of Directors*²) e contratam um CEO, para ser o seu agente na gestão da empresa de acordo com os interesses do primeiro. Por outro lado, surgem os gestores de topo que agem como principal e contratam gestores intermédios como agentes para gerirem as várias unidades descentralizadas da organização (nomeadamente departamentos ou divisões).

A literatura que se debruça sobre esta temática assume que todos os indivíduos – principais e agentes – se preocupam não só com a sua remuneração financeira e riqueza mas também com os *perquisites*³. No entanto, apesar da ideia generalizada de que estes indivíduos preferem desfrutar das suas boas condições de trabalho em vez do trabalho rotinado não invalida o esforço que estes poderão já ter demonstrado no passado.

² O *Board of Directors* (BoD) é o Conselho de Administração composto pelos vários administradores executivos, não-executivos ou independentes.

³ Os *Perquisites* ou *Perks* são, por vezes, considerados como uma componente da compensação de executivos. No entanto, estes caracterizam-se por serem condições atractivas de trabalho, como é o caso da decoração dos escritórios, das viagens em 1ª classe, e de benefícios directos pessoais como é o caso de automóveis, telemóveis e contas bancárias da firma.

A medida mais importante na forma de incentivos para os CEO's, em rigor com o Conflito de Agência, traduz-se na percentagem de participação na empresa e não o valor dessa mesma participação. Kevin Murphy (1998) toma como exemplo para ilustrar essa diferença um CEO que pretende *perquisites* que o mesmo valoriza pessoalmente por 1 milhão de euros. Por sua vez estes representam um custo de 100 milhões de Euros para os accionistas. A decisão do CEO irá depender da sua percentagem de participação e não da sua participação em valor. Ou seja, ele irá continuar a adoptar esta postura se tiver uma participação inferior a 1% da empresa, e agirá inversamente se possuir uma participação superior a 1%. Como é possível verificar na Figura 1, quanto maior for a percentagem de participação na empresa do CEO menor será o “lucro” deste com o consumo de *perquisites*.

Figura 1 – Exemplo da vantagem de atribuição de acções ao CEO

Perquisites Assumidos	Custo para os Accionistas	Participação do CEO	Custo para o CEO	Ganho/Perda
		1,5%	1.500.000	-500.000
1.000.000	100.000.000	1,0%	1.000.000	0
		0,5%	500.000	500.000

Assim, segundo Murphy (1998), “em termos de conflitos de interesse entre gestores e accionistas, aumentos na percentagem de participação com um valor em dólares constante reduz os problemas de agência associados com consumos de *perquisites*, enquanto que um aumento na participação em valor mantendo-se a participação em percentagem constante aumenta os problemas de agência relacionados com o risco”.

Por outro lado, Ofek e Yermack (1997) sugerem que os executivos com maior quantidade de opções reduzem racionalmente a quantidade de acções em seu poder, reflectindo um desejo tanto de diversificar como de consumir.

No fundo, todos os tipos de compensação são considerados como instrumentos que visam não só recompensar o agente pela prestação de um serviço, mas também aproximar o agente dos objectivos do principal.

Ainda assim, existirão sempre divergências entre os agentes e os principais. Primeiro, pelo facto de possuírem diferentes visões do risco: por um lado, os gestores que pretendem ser bem-sucedidos, podem arriscar mais; por outro lado, os accionistas que pretendem um retorno mais seguro, uma vez que foram estes que investiram o capital, não querem ver o seu investimento em risco. Segundo, os gestores têm acesso privilegiado a informação de carácter confidencial na empresa, possuindo um conhecimento mais vasto e completo sobre o funcionamento da empresa e as áreas de risco em que esta se insere.

O principal tenta limitar estas divergências através de incentivos apropriados para o agente e de custos com a monitorização da actividade deste. As auditorias às demonstrações financeiras são um dos melhores exemplos de uma forma onerosa de controlo das acções dos agentes. Podem-se assim definir como Custos de Agência todos os custos com planos de incentivos, monitorização das acções dos agentes e todas as restantes acções exercidas pelos gestores que divergem das preferências dos principais.

É neste contexto que muitos autores encaram os seus estudos sobre a compensação de executivos. A forma como a compensação mitiga este conflito de agência leva a que sejam criadas novas formas de compensar os executivos, e a que sejam estudadas as implicações e consequências dos actuais planos de compensação.

1.2.Estrutura do Board of Directors

O *Board of Directors* de uma empresa é constituído por membros Executivos e Não-Executivos. Por membros Executivos entendem-se aqueles que são responsáveis pela maioria das decisões operacionais, nomeadamente aquelas relacionadas com “o controlo, a gestão, supervisão e administração da empresa” (Barnard, 1986). O CEO alia estas funções à liderança do *Executive Board* (ou, no caso de não ter esta designação, todo o conjunto de administradores Executivos). Os membros Não-Executivos, ou *Supervisory Board*⁴, são geralmente designados no seu conjunto como um órgão independente de supervisão da actividade exercida pelos executivos. Estes indivíduos reúnem-se periodicamente em comités, sendo que em muitos casos, a sua remuneração depende das presenças dos mesmos nestas reuniões. O *Supervisory Board*, nomeia o *Executive Board*, aconselha o mesmo em relação ao modo como é encarada a gestão da empresa e monitoriza a gestão. Para além destas funções o *Supervisory Board* decide quanto à Compensação dos Executivos e aos trabalhos de auditoria⁵, apresentando assim um papel de principal (ao representar os interesses do accionista).

Para além dos Administradores Executivos e Não-Executivos, existem ainda os administradores independentes. Rodrigues, Seabra e Mata (2008) afirmam que a existência destes administradores nos BoD é justificada nos casos em que este órgão é composto maioritariamente por administradores recrutados entre os quadros de pessoal da empresa. Os mesmos autores referem ainda que a presença destes indivíduos independentes, libertos da influência, quer dos directores (Executivos), quer dos accionistas (Não-Executivos), deve assegurar ao BoD uma avaliação objectiva sobre o modo como a empresa está a ser gerida. A publicitação da composição do BoD e do perfil dos administradores no relatório anual de gestão das empresas, visa garantir a sua independência (Joly e Moingeon, 2001)

⁴ O *Supervisory Board* é o conjunto de administradores Não-Executivos e/ou Independentes.

⁵ Por vezes o *Supervisory Board* é responsável somente pela eleição de comités que decidem quanto à compensação e auditoria, nomeadamente o *Compensation Committee* e o *Auditory Committee*.

O número de administradores que compõem o *Board of Directors* é uma característica relevante e a ter em conta. Esta reflecte a capacidade de acompanhamento e controlo das actividades de gestão (Fama e Jensen, 1983). No entanto, se por um lado estudos anteriores a 1990 revelam uma relação positiva entre a dimensão do BoD e o desempenho das empresas (Pearce e Zahra, 1992), por outro lado, um BoD de grande dimensão acresce a possibilidade de ocorrência de conflitos e de comportamentos individualistas, contribuindo para um atraso na tomada de decisão (Ginlinger, 2002). Deste modo, não há uma dimensão óptima do Board of Directors (Godard e Schatt, 2000).

1.3. Uma Perspectiva Histórica

Em 1918, Alfred Sloan, na altura Vice-Presidente da prestigiada marca de automóveis General Motors, criou um dos primeiros planos de incentivos que visava compensar os gestores com base na sua performance. Esta decisão deveu-se ao desinteresse gradual dos gestores pelo bem-estar da empresa, agravado essencialmente pela descentralização das decisões operacionais. Estes gestores davam primazia ao sucesso do seu departamento, relegando para segundo plano a perspectiva mais abrangente – a da organização. A diferença entre os interesses dos accionistas e dos gestores crescia à medida que os últimos se focavam no sucesso do departamento que chefiavam, ocasionalmente à custa do bem-estar da empresa.

Assim, o objectivo principal deste tipo de planos consistia em tentar convergir os interesses dos gestores e dos accionistas atribuindo bónus de acordo com a contribuição de cada gestor para o sucesso global da empresa. Com a implementação deste plano de bónus, Sloan reparou que os executivos eram mais sensíveis à forma como o seu esforço individual afectava a organização. Os gestores passaram a agir cooperativamente como um grupo, sem que isso afectasse a ambição e iniciativa individual de cada um.

Para além da perspectiva financeira, verificou-se que o reconhecimento que cada um alcançava era bastante importante, em certos casos considerado mais importante que a própria remuneração.

Actualmente, esta forma de compensação é utilizada pela maioria das grandes empresas. Segundo Kaplan e Atkinson (1989), “mais de 90% dos gestores de topo de centros de lucro descentralizados em grandes organizações são eleitos para bónus anuais”. Os planos de incentivo são mais dinâmicos, assumindo um papel cada vez mais importante, em especial nas empresas de maior dimensão.

Apesar de existir grande heterogeneidade nas práticas de compensação entre as empresas e os sectores em que estas se inserem, surgem quatro componentes básicas: Salário Fixo (remuneração fixa), Plano de Bónus Anual (remuneração variável), *Stock Options* e Planos de Incentivo a longo prazo. Além destes, os executivos têm direito a seguros de saúde e planos de reforma⁶. As diversas formas de compensação serão revistas mais à frente, no ponto 1.6.

Em contraste com os contratos dos gestores intermédios, os executivos de topo negociam os seus contratos numa forma cuidadosa visando o longo prazo (num mínimo de 5 anos), e definindo *a priori* salários fixos, bónus (geralmente o mínimo e a fórmula de cálculo destes), e determinados pressupostos a ter em conta no caso de rescisão de uma das partes ou de eventuais mudanças estruturais na hierarquia da empresa.

Contudo, não existe um plano de incentivo que domine as outras formas de compensação. Os planos de remuneração podem variar conforme o grau de descentralização, o horizonte temporal para decisões críticas para a firma, o grau de interacção entre as diversas divisões, a natureza dos negócios da empresa, ou a estrutura da indústria em que se insere a empresa. Salienta-se ainda que um dos grandes benefícios deste tipo de planos é a redução de cargas fiscais, tanto para o executivo como para a empresa.

1.4. Nível de compensação vs Dimensão das empresas

Uma vez que este tema se foca essencialmente na remuneração dos executivos das maiores empresas de cada indústria, será que a compensação varia com a dimensão da empresa?

⁶ Na literatura mais comum, este tipo de compensação tem o nome de SERP's (Supplemental executive retirement plans)

Para Rosen (1982) e Kostiuk (1990) não é de todo surpreendente que a compensação varie com a dimensão da empresa. Por exemplo, empresas de maior dimensão podem empregar gestores com qualificações e remunerações superiores.

Baker, Jensen e Murphy (1988), de acordo com um estudo realizado para a relação entre a compensação monetária do CEO e o Volume de Negócios entre 1973 e 1983, alcançam elasticidades na ordem dos 0,25 a 0,35. Ou seja, uma empresa que é 10% maior, pagará em média mais 3% ao seu CEO. Por sua vez, Rosen (1992) conclui que “a relativa uniformidade entre firmas, indústrias, países e períodos temporais é notável e misteriosa devido à tecnologia que deveria variar nestas diferentes unidades de comparação”.

Mais recentemente, Murphy (1998), revela que “a relação entre a compensação do CEO e o tamanho da empresa foi perdendo força ao longo do tempo”, através do estudo por si realizado, que contempla as remunerações e os rendimentos das empresas que pertencem ao S&P 500⁷, por sector e por períodos de 5 anos desde 1970 a 1995. Este revela que a elasticidade entre compensação e vendas para empresas industriais se situava nos 0,22 e 0,26 até meados dos anos 90, sendo que após esse período a mesma subiu para os 0,32. Nas instituições financeiras as elasticidades sofreram um decréscimo de 0,30 em 1970 para apenas 0,07 em 1990, recuperando para os 0,22 em 1995. As empresas de *Utilities* viram esta elasticidade evoluir ao longo do tempo de forma semelhante, sendo que esta se situava nos 0,34 em 1970, decrescendo até aos 0,13 em 1985, para em 1995 atingir os 0,19.

⁷ S&P 500 é um índice ponderado, composto por 500 activos valorizados ao seu valor de mercado, e seleccionados devido ao seu tamanho de mercado, sua liquidez e sua representação de grupo industrial.

1.5. Comparação Internacional

Numa perspectiva internacional, Murphy (1998) continua a sua pesquisa relativa à compensação de CEO's, com base nos dados do relatório "Towers Perrin's 1997 Worldwide Total Remuneration". Este estudo suporta a ideia que a compensação dos executivos Norte-Americanos difere dos restantes países em análise. Primeiro, porque representa quase o dobro da compensação média recebida pelos executivos dos restantes países. Segundo, porque a compensação praticada nos Estados Unidos apresenta uma estrutura diferente, sendo que as opções representam grande parte da remuneração, enquanto que as outras formas de compensação fixa têm um peso menos significativo que nos restantes países. Além disso, através desta pesquisa é possível verificar que 9 dos 23 países que compõem esta pesquisa não apresentam *Stock Options* nas suas remunerações, e que em 13 esse tipo de compensação não representa mais do que 5% do total de compensação paga.

Apesar da diversidade de estudos realizados no âmbito da comparação internacional de compensação, estes são realizados com algumas dificuldades. Desde a heterogeneidade na informação disponível, a especificações de regressão (incluindo definições de variáveis dependentes e independentes), a detalhes fiscais ou cambiais associados às empresas.

Um estudo interessante na literatura académica pertence a Abowd e Bognanno (1995), em que foi utilizada informação de quatro consultoras internacionais para analisar a compensação em doze países da OCDE entre 1984 e 1992. Estes procederam ao ajustamento das taxas de imposto (tanto na compensação directa como nos *perquisites*), poder de compra e benefícios públicos, e descobriram que mesmo assim a compensação dos CEO's dos Estados Unidos é superior á dos restantes países. Para além disso descobriram também que esta diferença se situa ao nível do CEO, uma vez que não existem diferenças significativas na remuneração paga aos níveis inferiores de gestão.

Existem ainda várias conclusões relativamente à comparação internacional de práticas de compensação de executiva relativa estudos já realizados. Segundo Zhou (1997), a elasticidade entre a compensação e a dimensão da empresa é relativamente constante em vários países. Por exemplo, no caso dos Estados Unidos, do Japão, do Reino Unido e do Canadá as elasticidades situam-se nos 0.282, 0.247, 0.261 e 0.247 respectivamente. Já para Kang e Shivdasani (1995), a elasticidade entre a compensação monetária e o preço das acções e a relação entre a rotatividade do CEO e a performance é aproximadamente comparável nos Estados Unidos, Japão e Alemanha. Abowd e Bognanno (1995) e Kaplan (1997) concluem também que o peso da compensação baseada em acções e *Stock Options* sobre a compensação total é muito superior nos Estados Unidos. “Há um sector onde a dominância dos Estados Unidos é justamente segura: a compensação dos executivos de topo. Em todos os aspectos, os executivos dos Estados Unidos recebem significativamente mais do que nos restantes países e com uma percentagem superior de remuneração sob a forma de *Stock Options*, Acções Restritas e Bónus baseados na performance” (Fernandes, Ferreira, Matos e Murphy, 2008).

Finalmente, para Murphy (1998), “mais especulativo, é o resultado que emerge da informação disponível, que demonstra que os níveis e estruturas de compensação estão a convergir, reflectindo o crescimento de um mercado global para talentos da gestão”. Este autor refere ainda que empresas de países como México e Canadá se baseiam nas compensações de empresas Norte-Americanas para determinar os seus níveis de compensação. Por outro lado, “as empresas Norte Americanas exportam práticas de compensação para executivos de subsidiárias estrangeiras, pressionando desta forma as políticas de compensação dos competidores locais”.

1.6. Componentes da Compensação de Executivos

Para os gestores de topo as recompensas monetárias podem ser secundárias relativamente ao poder e prestígio que podem obter ao atingir posições superiores na estrutura hierárquica da organização. Ainda assim não deixam de ser um incentivo bastante importante, desde que haja um bom plano de atribuição de bónus em consonância com o desempenho individual e a respectiva performance da empresa.

Kaplan e Atkinson (1989) fazem a distinção entre remuneração (1) imediata vs a compensação diferida, (2) dinheiro vs acções e (3) monetária vs não monetária. Para estes autores as principais componentes da compensação são: (1) os bónus ou dividendos e acções como bónus, (2) a compensação diferida, (3) as opções, (4) as unidades ou acções de performance, e (5) os direitos de apreciação de acções. Já Murphy (1998) refere a remuneração fixa/salário, os planos de bónus anuais, as *Stock Options*, e os incentivos de longo prazo (LTIP's) como as formas mais comuns de compensação de um CEO. Neste capítulo são abordados os diferentes tipos de compensação que podem ser atribuídas a um CEO.

1.6.1. Remuneração Fixa/Salário

A remuneração base dos executivos é determinada, na maior parte dos casos, com base nas práticas do mercado em geral. Como excepção, surge o caso das empresas que prestam serviços financeiros e das empresas de serviços públicos, que utilizam análises concretas sobre o mercado em que cada uma se insere. Estas últimas são objecto deste estudo.

Os executivos mostram-se particularmente interessados na forma como é calculada a sua remuneração base, apesar desta representar cada vez menos face ao total de remuneração auferida. Isto deve-se essencialmente ao facto dos salários serem a componente principal dos contratos dos executivos, que incluem por diversas vezes aumentos salariais mínimos para, pelo menos, cinco anos. Além disso, uma vez que os salários representam a parte fixa da compensação, se os executivos forem avessos ao risco, irão preferir aumentos salariais em vez de aumentos de compensação variável. Finalmente, porque a maior parte das restantes componentes de compensação (bónus, Stock Options, acções, etc) são calculadas como uma percentagem face ao salário. Deste modo, um incremento na remuneração fixa leva a que as outras componentes da compensação que dependem dos níveis salariais também aumentem.

1.6.2. Planos de bónus anuais

A atribuição de remunerações somente fixas tem como desvantagem o facto de não motivar suficientemente estes indivíduos a maximizar o valor da empresa para os accionistas. Para atenuar esta situação, são criados planos de bónus anuais para os gestores de topo cujo bónus varia de acordo com a performance da empresa no período em questão.

Segundo Murphy (1998), apesar da importância destes planos e do facto da maioria das empresas os utilizar, a maior parte das descrições presentes na literatura não representam a realidade. Já Patton (1972) enumera várias características que se afiguram como ideais para a implementação de um sistema de incentivo: (1) os lucros da organização são afectados por bastantes decisões de curto prazo⁸, (2) os executivos da empresa têm autoridade para decidir⁹, (3) o sistema de controlo está bem definido e a performance da empresa é avaliada numa base sistemática, tanto por comparação com um plano como por comparação com as performances alcançadas por empresas semelhantes, e (4) os executivos são empreendedores e ambiciosos.

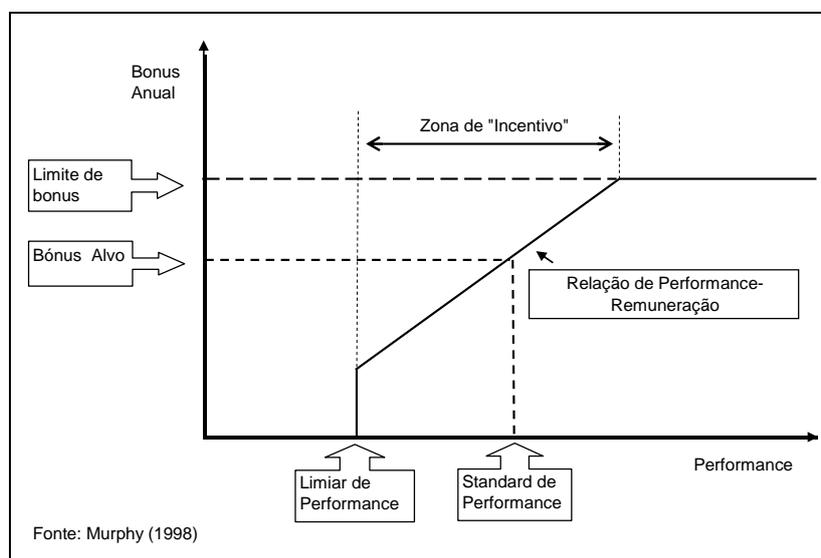
⁸ Por exemplo, não seria muito credível implementar um sistema de incentivo numa empresa que actua em mercados estáveis e com uma estrutura de custos bem definida.

⁹ É mais comum nas empresas descentralizadas, organizadas por linha de produto.

Por outro lado, o mesmo autor refere que não se deve aplicar um sistema de incentivo quando: (1) os lucros são em grande parte afectados por algumas decisões de longo prazo, (2) a organização é organizada numa base funcional¹⁰, (3) os orçamentos são difíceis de desenvolver, ou não existe informação sobre os concorrentes que permita julgar convenientemente a performance da gestão, e (4) não há necessidade de decisões rápidas.

Apesar de haver uma heterogeneidade significativa entre empresas e indústrias, os planos de bónus executivos são compostos na generalidade dos casos por: medidas de performance, standards de performance e a estrutura da relação de performance-remuneração.

Figura 2 - Componentes de um Plano de Incentivo Anual



Num plano normal, não existe lugar à atribuição de bónus até que se atinja uma determinada performance - Limiar de Performance - geralmente uma percentagem do Standard de Performance. Ao atingir esse Limiar de Performance é atribuído bónus mínimo. O Bónus Alvo é atribuído ao atingir o *Standard* de Performance, existindo no entanto a definição um máximo de bónus a atribuir - Limite de Bónus - geralmente calculado com base numa percentagem ou múltiplo do bónus alvo. Entre o Limiar de Performance e o Limite de Bónus, encontra-se a Zona de Incentivo, que indica o intervalo virtual em que cada melhoria verificada na performance corresponde a um aumento do bónus.

¹⁰ Por exemplo, as empresas organizadas por Marketing, Produção, Contabilidade e Finanças

Medidas de Performance

De acordo com um estudo efectuado por Murphy (1998), relativamente a 177 planos de incentivos anuais para empresas, menos de metade das companhias utilizam apenas uma medida de performance e a maioria das empresas utiliza duas ou mais medidas de performance. Estas medidas podem ser de cariz financeiro, não financeiro ou ainda relativas a lucros contabilísticos (utilizadas pela maioria das empresas). Relativamente às medidas de performance financeira e lucros contabilísticos destacam-se por exemplo os Resultados por Acção (EPS – *Earnings per Share*), as Taxas de Rendibilidade (como é o caso do ROE – *Return on Equity* ou ROA – *Return on Assets*), o Resultado Líquido ou os Resultados Operacionais (EBIT – *Earnings Before Interest and Tax*). Em relação às medidas de carácter não-financeiro, a Performance Individual é a mais usual nos planos de incentivo anuais, que avaliam objectivos pré-acordados. Outros exemplos destas medidas são a satisfação do consumidor e de objectivos operacionais e estratégicos. Ressalva-se o facto das empresas de serviços públicos utilizarem preferencialmente medidas de carácter não financeiro (Murphy, 1998). Esta escolha justifica-se com o tipo de actividade que estas empresas desempenham. Uma empresa de *Utilities* tem o seu lucro assegurado dentro de certos limites, dado o carácter duradouro deste tipo de negócio, bem como os regimes regulatórios. Assim, faz sentido que as medidas de performance recaiam sobre aspectos de carácter não-financeiro.

A principal determinante dos bónus executivos, como já foi dito, são os lucros contabilísticos. A informação contabilística é visível e compreendida pelos seus utilizadores. Desta forma os gestores podem constatar de que forma as suas acções afectam o lucro no final do ano. No entanto, as medidas contabilísticas trazem duas desvantagens. Primeiro, os gestores que se focam nos lucros contabilísticos podem evitar acções que reduzam o lucro actual mas que aumentam o lucro futuro, como é o caso das despesas com I&D (Dechow e Sloan, 1991). Segundo, porque os resultados contabilísticos podem ser manipulados, tanto através de ajustamentos arbitrários, ou pelo diferimento de ganhos através de vários períodos (Healy, 1985).

Standards de Performance

Os processos de determinação de *standards* de performance podem variar de empresa para empresa, eventualmente de acordo com as medidas de performance assumidas pela mesma. Assim, os *standards* podem ser fixados com base nos objectivos anuais orçamentados da empresa, na posição da empresa face aos seus concorrentes na indústria e/ou mercado, em indicadores fixos (por exemplo um ROE de 10%), no custo de capital da firma ou ainda nos objectivos escolhidos pelo Conselho de Administração. Estes *standards* podem ser problemáticos na medida em que é a performance dos indivíduos hoje que determina o *standard* de performance para o próximo período. Por exemplo, no caso dos *standards* orçamentados podem-se criar incentivos para evitar acções no presente que possam ter um efeito indesejado no orçamentado para o futuro. Ou seja, os gestores sabem que uma boa performance hoje será penalizadora no futuro quando o *standard* de performance for superior. Outros *standards* como o custo de capital, ou aqueles que se baseiam na performance do sector não serão tão facilmente influenciados pelos participantes do plano de bónus. Ainda assim, podem ser influenciados pela data em que foram inicialmente estabelecidos ou pelo grupo de empresas escolhido para efectuar a comparação com o sector. Murphy (1998 b) afirma que os “CEO’s em empresas que utilizam *standards* determinados externamente demonstram sensibilidades de performance-remuneração superiores, e bónus variáveis mais elevados do que em empresas com *standards* definidos internamente”.

Relação de Performance-Remuneração

Os incentivos resultantes dos planos de bónus podem ser determinados de várias formas. Para Murphy (1998) o método mais comum (com excepção das instituições financeiras) é o plano “80/120”. Este plano determina um Limiar de Performance que representa 80% do *standard* de performance, abaixo do qual não é pago qualquer bónus. O bónus é limitado quando for ultrapassado 120% do *standard* de performance. Apesar de haver outras combinações “na falta de melhor descrição (e consistente com o jargão da indústria)” Murphy denomina-os de planos “80/120” mesmo que os valores para o limiar e para o máximo não sejam estes. O mesmo autor refere ainda que cerca de 39% das empresas de serviços públicos adoptam este tipo de plano de bónus.

Os restantes métodos, menos utilizados, são planos baseados em fórmulas e planos arbitrários. O plano baseado em fórmulas mais usual determina um conjunto de bónus que é direccionado aos indivíduos com base em combinações de bónus alvo e performances individuais. Segundo o típico plano arbitrário, o Conselho de Administração reúne-se no final do ano para avaliar subjectivamente a performance da organização (ou dos indivíduos), com base numa variedade de critérios financeiros e não financeiros.

Para Murphy (1998) apesar da grande maioria destes planos de bónus anuais proporcionarem motivação e incentivo ao CEO levando ao crescimento dos lucros da empresa, existem planos que sugerem incentivos adicionais que podem contrariar os objectivos definidos para a empresa.

1.6.3. Stock Options

As *Stock Options* são contratos que conferem ao receptor o direito de comprar acções a um determinado preço previamente estabelecido – preço de exercício - durante um determinado período. As *Stock Options* atribuídas aos executivos tornam-se disponíveis para serem exercidas ao longo do tempo. Por exemplo, 25% das opções podem ser exercidas em cada um dos quatro anos seguintes à atribuição das mesmas. Ao contrário de outras, as *Stock Options* não são transaccionáveis no mercado, e, na maioria dos casos, perdem efeito caso os detentores das mesmas abandonem a empresa antes destas poderem ser exercidas¹¹.

¹¹ Através de negociações pode-se efectuar um aceleramento deste processo – *accelerated vesting*. É uma forma de tornar as opções exercíveis mais rapidamente do que o previsto inicialmente no plano de opções de acções da empresa. Isto permite que o detentor da opção tenha direito a benefícios monetários da opção mais cedo. Se a empresa decidir adoptar este processo poderá incorrer em custos com as opções também mais cedo.

Conceptualmente, os parâmetros definidos para as *Stock Options* podem ser definidos com base em inúmeros factores, por exemplo, (1) opções com preços de exercício indexados a um mercado ou indústria, ou (2) opções que podem ser anuladas caso não seja alcançado um determinado objectivo. No entanto, não existe grande heterogeneidade em termos sectoriais no que se refere á atribuição de opções, sendo que a maior parte das opções tem uma validade de 10 anos e são atribuídas com preços de exercício iguais ao justo valor do mercado (“*Fair Value*”) à data de atribuição. Murphy (1998), refere que “numa amostra de 1000 empresas, apenas uma atribuía opções indexadas (em que o preço de exercício varia de acordo com o retorno de um indexante de um mercado ou industria), enquanto outras duas tinham preços de exercício que cresciam de uma determinada forma pré-estabelecida”.

Kole (1997) analisa o exercício das opções de acordo com o plano de *Stock Options* da empresa, e distingue a espera mínima (o tempo desde a atribuição até ao momento em que as opções podem ser exercidas) e a espera média (a média de tempo até que todas as opções possam ser exercidas). Além disso, o mesmo autor refere ainda que a espera mínima e média são superiores nas empresas intensivas em I&D, e nas indústrias químicas e de maquinaria daquilo que se pratica nas empresas que produzem metais ou alimentação.

As opções recompensam apenas as apreciações das acções e não o retorno total de um accionista, uma vez que o retorno do accionista inclui dividendos. Algumas empresas oferecem “protecção de dividendos” que pode ser obtida de diversas formas¹², sendo que a mais comum consiste no pagamento ao executivo de dividendos acumulados (mais juros) na data de exercício das opções a que se referem.

¹² Segundo Murphy (1998), a protecção de dividendos pode resultar da diminuição dos preços de exercício no momento do pagamento de dividendos ou em expressar o preço das acções numa base pré-dividendo.

Incentivo das opções

As opções proporcionam uma recompensa directa face à apreciação das acções, uma vez que o pagamento relativo ao exercício das opções varia de acordo com o valor das acções. Os incentivos das opções não são, no entanto, idênticos aos das acções. Primeiro, porque as opções reflectem apenas a apreciação da acção e não o retorno total de um accionista (que inclui dividendos); os executivos que detêm opções têm incentivos para evitar a distribuição de dividendos e favorecer a recompra de acções¹³ (*share repurchases*). Segundo, porque o valor das opções aumenta com a volatilidade das acções e os executivos com opções têm incentivos para apostarem em investimentos de maior risco¹⁴. Finalmente, porque as opções perdem valor assim que o preço da acção se torne inferior ao preço de exercício, situação em que o executivo tem poucas opções para exercer. Esta perda de incentivo é uma justificação comum para uma reapreciação do valor da opção após a depreciação do preço da acção.

Valorização das opções

As *Stock Options* requerem uma valorização na data de atribuição das mesmas. Na obtenção desse valor, convém distinguir dois conceitos distintos de valorização: (1) o custo para a empresa de conceder essas opções e (2) o valor percebido pelo executivo dessas mesmas opções. Tendencialmente, as opções têm um valor superior para os accionistas do que propriamente para os executivos, e por isso mesmo só deverão ser atribuídas se o “efeito de incentivo” (ou seja, o aumento da performance resultante dos incentivos baseados em acções) for superior à diferença entre custo para a empresa e o valor para o executivo.

¹³ Lambert, Lenen e Larcker (1989) explicam que os dividendos esperados registam uma diminuição com a adopção de planos de opções para gestores de topo. Lewellen, Loderer e Martin (1987) referem que os rácios de pagamento de dividendos são negativamente relacionados com a compensação baseada em acções do CEO.

¹⁴ DeFussco, Johnson e Zorn (1990) afirmam que a volatilidade do preço das acções aumenta e o preço das acções transaccionadas diminui, depois da aprovação dos planos de opções executivos. Também Agrawal e Mandelker (1987) descobrem que os gestores das firmas cuja volatilidade aumenta por uma aquisição tem maiores compensações de opções do que gestores em que a volatilidade diminui. Hirshleifer e Suh (1992) argumentam que planos de opções (ou outros planos com pagamentos de forma convexa) ajudam a mitigar os efeitos da aversão ao risco por parte dos gestores ao proporcionar aos mesmos incentivos para adoptar, em vez de evitar, projectos de risco.

O custo de oportunidade de uma opção é equivalente ao montante que um qualquer investidor externo pagaria pela mesma. O investidor externo é livre para transaccionar a opção, e pode também tomar acções para cobrir o risco dessa opção. Os executivos, pelo contrário não podem transaccionar as suas opções, estando também proibidos de cobrir o risco através de “*short-selling*”¹⁵ das acções da empresa. Além disso, os investidores externos tendem a deter uma carteira diversificada, enquanto os executivos investem desproporcionalmente na empresa o seu capital físico e humano. Por estas razões, as *Stock Options* têm menos valor do que essas opções mesmo que pudessem ser transaccionadas no mercado.

O método mais utilizado para calcular o custo de atribuir *Stock Options* é o modelo de Black-Scholes (1973). Este modelo demonstra que, se os investidores podem cobrir o risco, as opções também podem ser valorizadas “como” se os investidores fossem neutros ao risco e todos os activos se valorizassem a uma taxa sem risco. Assim, os valores das opções podem ser estimados calculando o valor esperado da opção na data de exercício (assumindo que o retorno esperado da acção é a taxa sem risco), e descontando este valor esperado para a data de atribuição utilizando a taxa sem risco. Este pressuposto de risco nulo é assumido nas principais teorias de valorização de opções.

Consequências contabilísticas e fiscais

Para além do incentivo directo das opções, a popularidade destas resulta também do seu tratamento fiscal e contabilístico. As opções oferecem uma forma atractiva de compensação que permite diferir proveitos sujeitos a imposto, proporcionando à empresa atribuir uma remuneração que é pouco visível nas demonstrações financeiras, embora mais recentemente a tendência seja para forçar a contabilização destas (ao seu *fair value*), mesmo antes do momento de exercício.

¹⁵ Short Selling é uma forma de venda de acções sem que o investidor as tenha em carteira no momento da transacção.

As opções representam uma forma única de compensação diferida em que o seu detentor acaba por escolher o momento em que vai realizar o proveito sujeito a imposto. A atribuição de opções de acções não constitui uma perda fiscal nem para a empresa nem para o executivo. O que acontece depois depende do facto das opções serem consideradas “qualificadas” (chamadas de “Incentive Stock Options” ou ISO’s) ou “não-qualificadas”. Para as opções “não-qualificadas”, a diferença entre o preço de mercado depois de exercidas e o preço de exercício original constitui um proveito sujeito a tributação para o executivo, e uma despesa com remuneração dedutiva para a empresa. Para as opções “qualificadas”, os executivos não pagam nada no exercício (pressupondo que ele irá continuar a deter a acção), e paga imposto sobre os ganhos de uma futura venda das mesmas. Neste caso a empresa não pode deduzir esta compensação para efeitos tributários.

A partir do momento em que as opções têm um preço de exercício pré-estabelecido e uma data de validade, a empresa têm de registar contabilisticamente a diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício à data de atribuição das mesmas (amortizada ao longo da vida da opção).

1.6.4. Outras Formas de Remuneração

Restricted Stock

A atribuição destas acções é restrita no sentido em que estas são anuladas mediante certas condições (geralmente relacionadas com a longevidade do executivo na empresa). Esta restrição possibilita um tratamento favorável quer a nível fiscal (os executivos não pagam impostos sobre as acções até que a restrição fique sem efeito) quer a nível contabilístico (o custo é amortizado ao longo do período de exercício e registado ao preço de atribuição da acção mesmo que o preço tenha aumentado desde da atribuição).

Long Term Incentive Plans (LTIP’s)

Além dos planos de bónus baseados na performance anual, muitas empresas oferecem LTIP’s, tipicamente baseados na performance acumulada ao longo de 3 a 5 anos.

Retirement Plans

Os Executivos podem participar em planos para executivos de reforma suplementar (SERP'S), que existem para além dos planos normais de reforma. Estes são não-qualificados para efeitos fiscais e podem tomar uma variedade de formas, incluindo benefícios definidos baseados nos anos de serviço creditados, ou benefícios variáveis baseados na inflação ou na performance da empresa.

Compensação Diferida

A compensação diferida refere-se a qualquer tipo de prémio/compensação em dinheiro ou acções que é diferido até um período futuro. Estes planos de compensações são sujeitos a restrições que previnem os executivos de venderem acções ou que especificam que a contribuição da firma para o preço de compra das acções não será exercível durante um período específico de tempo.

2. Compensação de Executivos no Sector das *Utilities*

Grande parte dos estudos de investigação realizados sobre o tema da Compensação de Executivos debruça-se sobre comparações internacionais de práticas e tipos de compensação abrangendo vários sectores e indústrias. Este estudo pretende fazer uma comparação internacional no sector específico das *Utilities*, como é o caso da comercialização e transporte de águas, electricidade ou gás natural, ou ainda as comunicações. Este sector apresenta características que o distingue dos restantes, quer pelo número e dimensão das empresas que nele operam, quer pela regulamentação e especificidade do mesmo.

As empresas que desenvolvem a actividade neste sector caracterizam-se por terem pouca concorrência e estarem de certo modo ligadas ao Estado: por um lado, como é o caso de empresas de distribuição de água, gás ou electricidade, porque prestam serviços essenciais; por outro lado, porque o Estado continua a participar nestas empresas, entretanto privatizadas. Por exemplo, em Portugal, a EDP continua a ter uma participação significativa por parte do estado através da Parpública – Participações Públicas, SGPS, S.A. (20,49%) e indirectamente por parte da Caixa Geral de Depósitos (5,25%).

Neste capítulo explica-se a forma como foi realizado o trabalho de pesquisa e recolha de dados relativos à estrutura e a compensação do Board of Directors de empresas a operarem no sector das *Utilities*.

De forma a contextualizar o sector em termos temporais e comparativamente a outros sectores, analisaram-se sucintamente os dados fornecidos pela Forbes em relação aos CEO's Norte-Americanos.

Posteriormente são expostas as análises relativas a amostra que resultou desta pesquisa, e respectivas conclusões.

2.1.Trabalho de Recolha de Dados

A investigação foi realizada com base nos dados disponibilizados para o ano de referência de 2006. A escolha deste ano justifica-se com a intenção de obter o máximo de informação comparável, escolhendo assim um horizonte temporal razoável de modo a assegurar que a maioria das empresas seleccionadas apresentava a informação pretendida para o mesmo período. Perante a ausência da informação pretendida para o ano de 2006, foram considerados dados de 2005 a 2007, em casos pontuais.

Assim, foram seleccionados 30 países de acordo com o PNB (Produto Nacional Bruto) em 2006, disponibilizado pelo Banco Mundial. No entanto, países como Japão, Brasil, Rússia ou México, apesar do PNB demonstrado, não foram considerados para este estudo pela previsível dificuldade na obtenção de dados (Anexo 1).

Posteriormente, foi recolhido junto do *Datastream/Worldscope*¹⁶ informação financeira sobre as empresas dos vários países, nomeadamente SIC Code¹⁷ e *Market Value*¹⁸ em 2005 (USD). As empresas foram ordenadas segundo o seu *Market Value de 2005*, sendo seleccionados os SIC Codes relativos às *Utilities*. No Anexo 2 é possível verificar que não foram considerados todos os códigos, uma vez que muitos não se justificavam tanto em termos de actividade como em termos de expressão. Os SIC Codes representam sectores de actividade bastante específicos, como é o caso do Telégrafo e Outras Comunicações por Mensagem. Foram seleccionados os sectores que prestam serviços públicos essenciais ou genéricos, como é o caso do (1) abastecimento de água potável, a (2) comercialização e transporte de electricidade e (3) gás natural e as (4) comunicações. Deste modo, não foram considerados sectores de actividade ligados aos transportes e aos *Media*.

¹⁶ A *Worldscope Global Database* é uma base de dados que agrega informação financeira detalhada de empresas estabelecidas fora dos EUA. Contém também uma cobertura completa de empresas que preenchem os requisitos do SEC nos EUA.

¹⁷ SIC (Standard Industrial Classification) Code consiste num método Norte Americano para classificar as indústrias através de um código de quatro dígitos. Os códigos relativos às empresas de *Utilities* apresentam 4 como 1º dígito, ou seja, 4xxx.

¹⁸ *Market Value* resulta do produto entre o número de acções e o preço de mercado das mesmas num determinado momento. Os investidores utilizam este indicador para determinar a dimensão de uma empresa.

Com base nesta pré-selecção de empresas foram recolhidos dados sobre a compensação e composição dos Conselhos de Administração através de várias fontes: *Boardex*, *Annual Reports*, *Proxy Statements* (ou o seu equivalente, como “*Management Informaton*” no Canadá) e *Form 20F* da SEC (*Securities and Exchange Commission*). A informação recolhida teve em consideração os seguintes aspectos:

Estrutura do *Board of Directors*

Relativamente à estrutura do *Board of Directors* foi recolhido o número de elementos Executivos (incluindo o CEO) e Não-Executivos (incluindo *Independent Directors*). Uma vez que nem todos os países assumem a mesma denominação para estes indivíduos, foram considerados como Executivos: *Executive Members*, Conselho de Administração, *Executive Board*, Board of Directors (no caso de haver um *Supervisory Board*) *Executive Comitee* (na inexistência de *Executive Members* e *Executive Board*), *Management Team*, *Senior Management* e *Equipo Directivo*; como não-executivos, foram considerados: Conselho de Supervisão, *Supervisory Board*, *Non-Executive Members*, *Independent Directors* e *Consejo de Administracion*.

Compensação do *Board of Directors*

Foram recolhidas as remunerações relativas ao *Board of Directors*, tanto para os membros Executivos e Não-Executivos, como para o CEO. A recolha de dados incidiu sobre cinco tipos de compensação previamente definidos: Fixa, Variável, *Stock Options*, Acções e LTIP's. Foram consideradas como componente Fixa da compensação: *Sitting Fees*, *Fees*, *Provident Fund*, *Professional Fee*, *Compensation*, *Salary*, *Pension Fund*, *Benefit*, *Attendance Fees*, *Severance* e *Meeting Allowance*. Este tipo de compensações refere-se no geral a salários, contribuições para pensões de reformas e remunerações relativas à presença em reuniões e comités periódicos (mais comuns para membros não-executivos).

Como compensação variável, foram consideradas as remunerações que de alguma forma dependessem da performance obtida pela empresa, nomeadamente: *Bonus*, *Fringe Beneficts*, *Comissions*, *Perquisites*, *Superannuation*, *Other*, *In-Kind Bónus*, *Deemed Interest* ou *Performance Allowance*.

As *Stock Options* (ou *Share Options*), Acções (como *Shares* ou *Performance Shares*) e LTIP's não demonstraram grandes diferenças nos nomes utilizados.

No caso de não existir a desagregação da compensação, por cargo (Executivo/Não-Executivo) ou por componente (Fixa, Variável, *Stock Options*, Acções ou LTIP's), foi considerada a compensação total. Deste modo, em certos casos a compensação relativa ao *Board of Directors*, não corresponde à soma da compensação dos membros Executivos e Não-Executivos, bem como a compensação total não corresponde ao somatório das componentes Fixa e Variável (que, ao longo deste estudo, serão encaradas no seu conjunto como a compensação total, como será referido no ponto 2.3).

CEO

Para os CEO's foram recolhidos os dados relativos à compensação de acordo com o referido anteriormente, bem como a idade, a permanência no cargo (de CEO) e a permanência na empresa (independente do cargo desempenhado).

O objectivo desta pesquisa consistiu em recolher informação para cerca de 10 empresas por país. No entanto, dada a ausência de informação ou a inexistência de empresas suficientes a operarem neste sector tal não foi possível para a totalidade dos países seleccionados. Uma vez concluída esta fase, foi ainda recolhido do *Datastream/Worldscope* informação relativa a *Market Value*, e *Total Sales* para cada empresa para o ano de 2006.

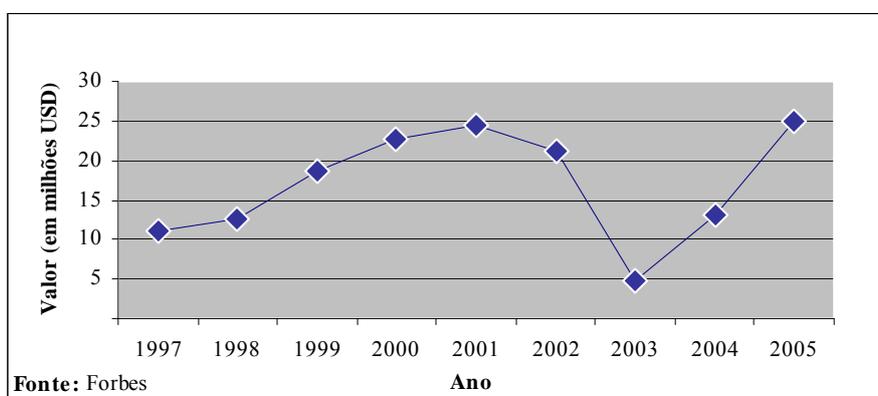
De forma a uniformizar as compensações dos vários países em questão, foi efectuada uma conversão destes valores para Dólares Americanos. Para esta conversão foram utilizadas as taxas de câmbio do último dia disponível do ano a que se referia a informação, de acordo com o FMI (Fundo Monetário Internacional).

Para os EUA, foram recolhidos dados relativos à compensação de CEO's junto da Forbes, dada a importância deste país nesta temática, como forma de contextualizar o sector das *Utilities* na temática abordada.

2.2. Compensação dos CEO's nos EUA

A Forbes disponibiliza todos os anos a remuneração total dos 200 CEO's mais bem pagos dos EUA. A análise desses dados revela que a compensação média do CEO se situava nos 25 Milhões de USD em 2005, alcançando o valor de 2001. No entanto em 2003, a compensação do CEO nos EUA atingiu o valor mais baixo entre 1997 e 2005, fixando-se nos 5 milhões de USD. A evolução obtida representa uma forma de compensação que não é regular.

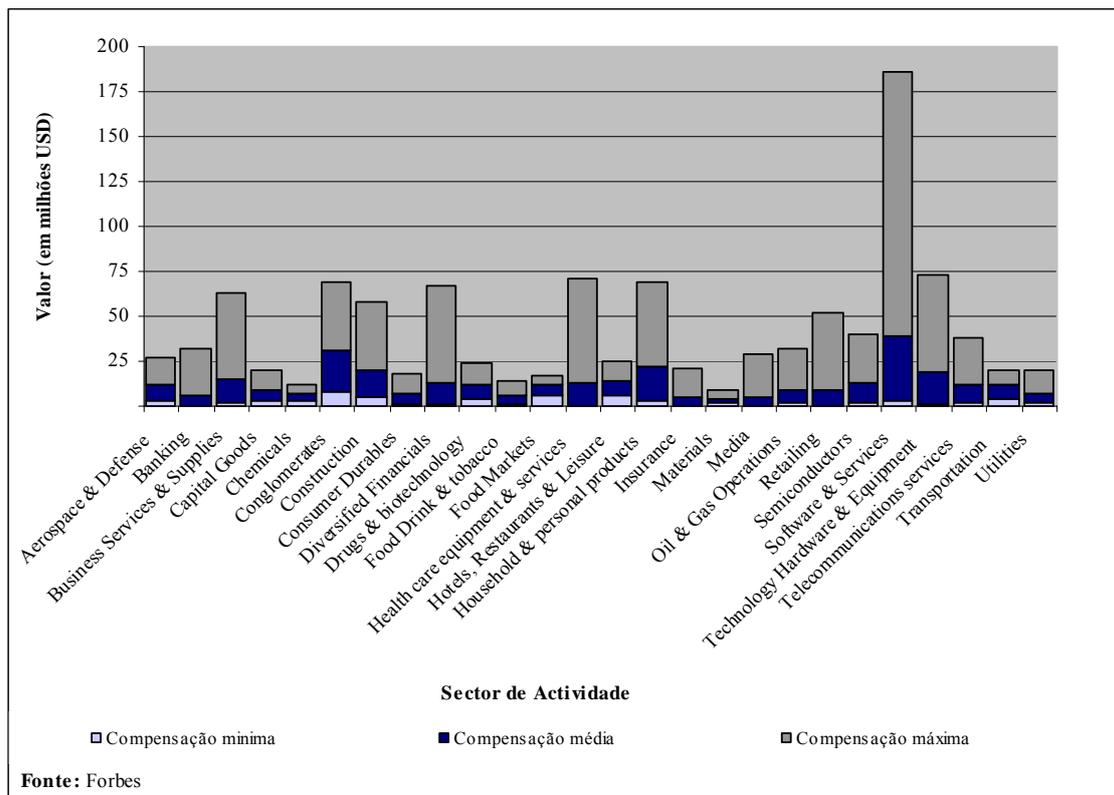
Gráfico 1 – Evolução da Compensação Média de CEO's nos EUA entre 1997 e 2005



Em 2005, o CEO mais bem pago foi Lawrence J. Ellison da Oracle, com 146,9 Milhões de USD. No sector das *Utilities*, Peter Cartwright da Calpine foi o CEO mais bem pago ao atingir uma remuneração total de 13 Milhões de USD.

No Gráfico 2, apresentam-se as compensações Médias dos CEO's por sector nos EUA. Os sectores ligados às novas tecnologias apresentam compensações superiores. Por outro lado, sectores como as *Utilities* apresentam compensações médias mais baixas. A compensação média do CEO de *Utilities* é de 4,7 Milhões de USD, com a média dos sectores a situar-se nos 9,2 Milhões de USD. Na amostra que serve de base a este estudo, como será demonstrado, a compensação média do CEO Norte-Americano para 2006 é de 5,7 Milhões de USD (exceptuando a remuneração sob a forma de *Stock Options*, Acções e LTIP's).

Gráfico 2 – Compensação do CEO nos EUA em 2005 por Sector de Actividade

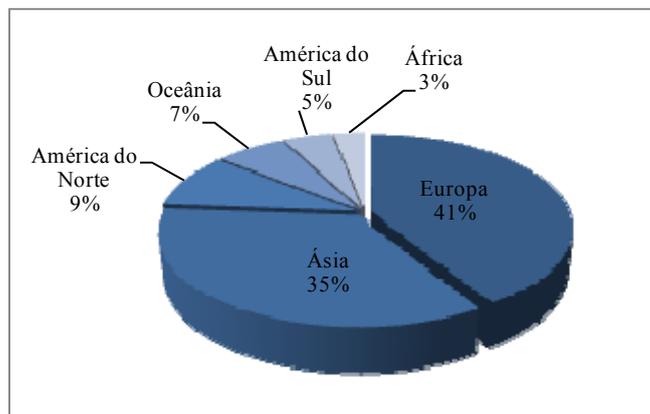


2.3. Descrição da Amostra

A amostra final que resultou do trabalho de pesquisa realizado é constituída por 210 empresas provenientes de 30 países, abrangendo de certa forma os 5 continentes, apesar da reduzida representação dos continentes de África e Oceânia. As empresas dos continentes Europeu e Asiático representam 40% e 35% do total da amostra.

No continente Americano, foi feita uma distinção entre os países da América do Norte e da América do Sul. Estas duas regiões apresentam realidades económicas e índices de desenvolvimento muito díspares. Relativamente à Compensação de Executivos os EUA são considerados os principais impulsionadores das teorias subjacentes a esta temática, por oposição à menor contribuição dos países Sul-Americanos.

Gráfico 3 - Distribuição do Número de Empresas da Amostra por Continentes



Conforme foi referido anteriormente, não foi possível recolher informação para a totalidade dos países, sendo que dos 30 países seleccionados nesta amostra, apenas 13 apresentam dados para 10 empresas.

O *Board of Directors* para esta amostra é constituído em média por 14 Directors, auferindo uma compensação anual média total de 4,7 Milhões de Dólares Americanos (Tabela 1). No entanto, países como Paquistão e Nova Zelândia, apresentam compensações médias do *Board of Directors* reduzidas, inferiores a 0,5 Milhões de USD. Os Estados Unidos da América destacam-se dos restantes países com a remuneração média do seu *Board of Directors* situada nos 21 Milhões de USD.

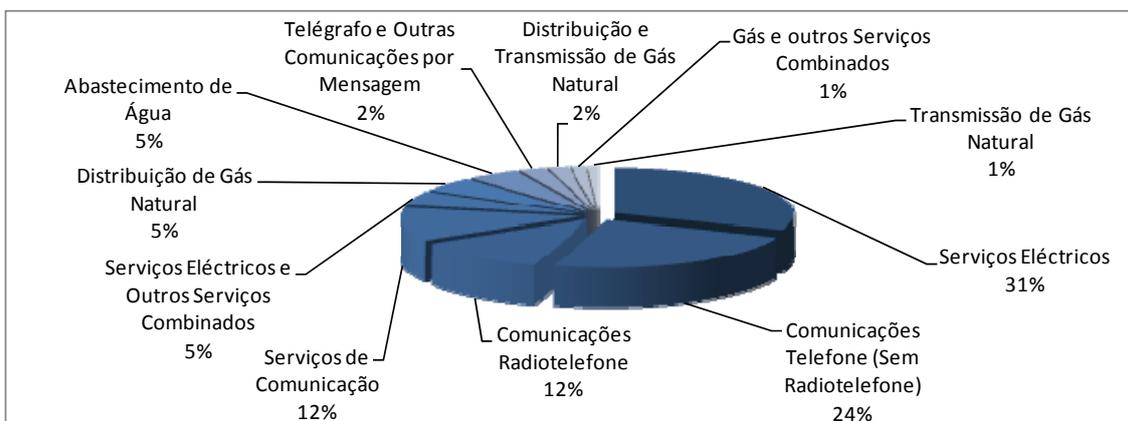
Para uma comparação efectiva, esta compensação inclui apenas as componentes fixa e variável, não contemplando *Stock Options*, Acções ou LTIP's. Estas componentes apresentam formas de atribuição e pagamento que podem ser diferidas ao longo de vários anos, e cuja contabilização pode variar de região para região. Por outro lado, nem todos os países utilizam esta forma de remuneração, e nos casos em que isso acontece a informação nem sempre é devidamente publicada. Ao longo deste estudo a compensação total será encarada como o somatório das componentes fixa e variável da remuneração.

Tabela 1 – Número de Empresas e Peso no Total da Amostra por Continente e País

Continente	País	Número de Empresas	Peso na amostra	Número médio de administradores	Média de Compensação Total (em milhares USD)
África	África do Sul	6	3%	12	2.520
Total		6	3%	12	2.520
América do Norte	Canadá	10	5%	17	7.182
	EUA	10	5%	18	21.024
Total		20	10%	17	14.103
América do Sul	Chile	10	5%	20	1.376
Total		10	5%	20	1.376
Ásia	China	6	3%	21	1.096
	Hong Kong	10	5%	13	758
	Israel	6	3%	10	2.633
	Índia	10	5%	12	856
	Indonésia	4	2%	16	3.309
	Coreia do Sul	4	2%	12	12.087
	Malásia	10	5%	8	774
	Paquistão	3	1%	9	199
	Singapura	10	5%	11	2.751
	Tailândia	10	5%	15	671
Total		73	35%	13	1.611
Europa	Austria	3	1%	17	2.951
	Portugal	4	2%	15	10.754
	Bélgica	6	3%	16	2.966
	Dinamarca	3	1%	13	6.879
	França	9	4%	13	2.849
	Alemanha	10	5%	19	6.056
	Irlanda	2	1%	13	5.041
	Itália	10	5%	11	4.250
	Noruega	5	2%	11	2.417
	Polónia	2	1%	14	4.097
	Espanha	10	5%	15	10.568
	Suécia	4	2%	10	3.905
	Suiça	9	4%	13	4.288
	Reino Unido	10	5%	12	7.980
Total		87	41%	14	5.564
Oceânia	Austrália	10	5%	12	6.058
	Nova Zelândia	4	2%	10	434
Total		14	7%	11	4.760
Total da Amostra		210	100%	14	4.749

Esta amostra contempla vários sectores (de acordo com os SIC Codes) dentro das *Utilities*, como já foi referido na descrição do trabalho de investigação. As empresas do sector da Electricidade e das Comunicações Telefone representam 31% e 24% da amostra (Gráfico 4).

Gráfico 4 – Distribuição do Número de Empresas da Amostra por Sectores das *Utilities*



Uma vez que dos SIC codes seleccionados, nem todos apresentam pesos significativos na amostra, para a análise da mesma foram considerados 4 sectores genéricos: (1) Electricidade, (2) Comunicações, (3) Gás Natural e (4) Água.

As empresas que prestam serviços de Electricidade e Comunicações destacam-se na compensação média auferida pelo Board of Directors, sendo também as actividades mais representadas nesta amostra (Tabela 2).

Tabela 2 – Distribuição do Número de Empresas por Sector de Actividade

Sector de Actividade	Número de Empresas	Número médio de administradores	Média de Compensação Total (em milhares USD)
Abastecimento de Água	10	15	2.086
Água	10	15	2.086
Comunicações Radiotelefone	25	13	4.033
Comunicações Telefone (Sem Radiotelefone)	50	13	6.809
Serviços de Comunicação	24	12	2.455
Telégrafo e Outras Comunicações por Mensagem	5	10	2.545
Comunicações	104	13	5.014
Serviços Eléctricos	65	15	4.136
Serviços Eléctricos e Outros Serviços Combinados	11	15	10.222
Electricidade	76	15	5.066
Distribuição de Gás Natural	11	15	2.630
Distribuição e Transmissão de Gás Natural	4	18	5.362
Gás e outros Serviços Combinados	3	12	4.349
Transmissão de Gás Natural	2	16	4.422
Gás Natural	20	15	3.613
Total da Amostra	210	14	4.749

Dos continentes abordados salienta-se o continente Europeu que abrange a maioria dos sectores definidos, seguido da América do Norte. Ainda assim, o maior volume de compensação paga corresponde ao sector dos Serviços Eléctricos na Oceânia, seguido das comunicações telefónicas e das comunicações de Radiotelefone ambas no continente Norte-Americano (Tabela 3).

Tabela 3 – Compensação Média Total do Board of Directors por Sector e Continente

Em Milhares de USD							
Tipo de Indústria	África	América do Norte	América do Sul	Ásia	Europa	Oceânia	Total
Abastecimento de Água	-	-	297	961	3.477	-	2.086
Comunicações Radiotelefone	4.093	20.815	593	1.771	3.074	-	4.033
Comunicações Telefone (Sem Radiotelefone)	2.183	22.361	1.118	2.841	6.464	5.643	6.809
Distribuição de Gás Natural	-	6.181	-	996	2.897	3.357	2.630
Distribuição e Transmissão de Gás Natural	-	5.510	-	-	7.520	898	5.362
Gás e outros Serviços Combinados	-	-	-	765	6.141	-	4.349
Serviços de Comunicação	-	3.803	-	1.279	3.324	-	2.455
Serviços Eléctricos	-	11.799	1.778	928	6.225	1.004	4.136
Serviços Eléctricos e Outros Serviços Combinados	-	11.464	2.567	100	10.420	24.323	10.222
Telégrafo e Outras Comunicações por Mensagem	656	-	-	-	3.489	-	2.545
Transmissão de Gás Natural	-	4.422	-	-	-	-	4.422
Total	2.520	14.103	1.376	1.611	5.564	4.760	4.749

A Tabela 4 sintetiza as principais características dos CEO's que lideram as empresas que constituem a amostra deste estudo. Os Estados Unidos da América demonstram a maior compensação média por CEO, com cerca de 5,7 Milhões de USD, face à média da amostra situada nos 1,5 Milhões de USD.

A Polónia e a Noruega apresentam a média de idades para CEO's mais baixa (38 e 40 anos respectivamente), face à média de 52 anos para a amostra. Por contraste a Áustria apresenta uma média de 59 anos para estes indivíduos, seguida da Espanha com 57 anos. Portugal e Suíça apresentam os CEO's com mais experiência, apresentando uma média de 17 anos de serviço na mesma empresa.

Tabela 4 – Compensação e Dados Biográficos do CEO por Continente e País

Continente	País	(Média) Compensação Total (Em Milhares USD)	(Média) Compensação Fixa (Em Milhares USD)	(Média) Compensação Variável (Em Milhares USD)	(Média) Idade (anos)	(Média) Tempo CEO (anos)	(Média) Tempo na Organização (anos)
África	África do Sul	914	405	509	46	4	10
África Total		914	405	509	46	4	10
América do Norte	Canadá	2.039	884	1.155	-	-	-
	EUA	5.679	2.762	2.917	56	5	9
América do Norte Total		4.180	1.989	2.191	56	5	9
América do Sul	Chile	-	-	-	48	3	13
América do Sul Total		-	-	-	48	3	13
Ásia	China	194	131	151	52	2	13
	Coreia do Sul	-	-	-	51	3	4
	Hong Kong	199	94	116	56	6	11
	Índia	482	240	322	54	3	16
	Indonésia	170	-	-	47	2	6
	Israel	2.600	-	-	-	11	16
	Malásia	172	146	26	52	6	5
	Paquistão	172	33	208	-	-	-
	Singapura	688	288	400	51	5	12
	Taiilândia	33	30	10	52	9	16
Ásia Total		370	160	216	53	5	11
Europa	Alemanha	2.534	1.146	1.388	54	3	9
	Austria	-	-	-	59	2	15
	Bélgica	720	547	172	55	2	9
	Dinamarca	1.024	724	300	55	4	1
	Espanha	1.997	1.029	1.937	57	-	-
	França	865	790	1.461	-	-	-
	Irlanda	175	175	-	-	-	-
	Itália	1.412	544	1.087	51	1	-
	Noruega	626	506	180	38	1	-
	Polónia	-	-	-	40	4	1
	Portugal	792	574	438	51	5	17
	Reino Unido	3.015	1.556	1.460	51	3	6
	Suécia	1.311	1.044	267	52	8	-
Suíça	806	661	243	48	3	17	
Europa Total		1.671	917	994	52	3	10
Oceânia	Austrália	2.215	767	1.629	43	3	7
	Nova Zelândia	180	152	110	-	4	13
Oceânia Total		1.706	655	1.326	43	4	10
Total		1.524	773	948	52	4	10

3. Análise da Amostra da Estrutura e Compensação do BoD nas *Utilities*

Como já foi dito anteriormente este estudo pretende analisar a compensação de executivos num sector muito particular – as *Utilities*. Com base no trabalho de pesquisa já referido, este capítulo pretende analisar e observar as práticas de compensação internacionais no sector das *Utilities*, bem como retirar algumas conclusões sobre a importância deste tema num contexto tão específico.

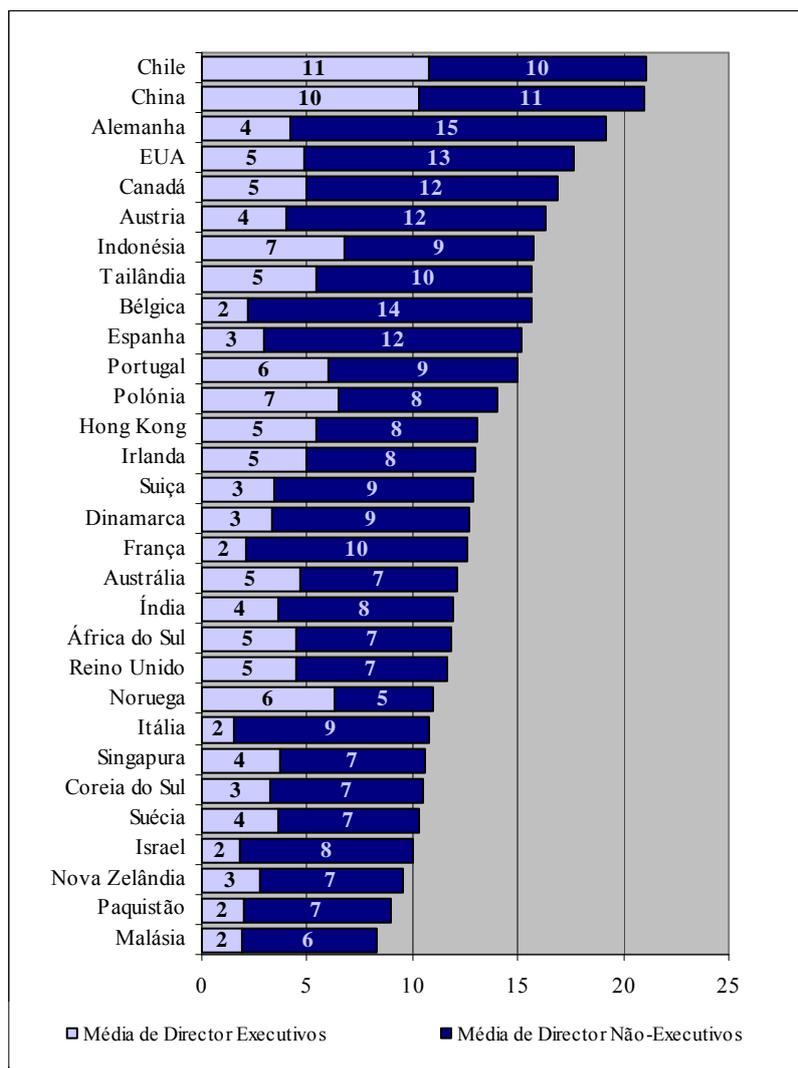
A análise da amostra incide sobre três perspectivas: (1) a estrutura do *Board of Directors* (2) a diferença dos montantes e formas de compensação entre membros Executivos e Não-Executivos do BoD, (3) as diferentes componentes de compensação e (4) a forma como o tipo de cargo, compensação e os próprios valores dependem da performance da empresa, tanto em termos de valor, como em termos de resultados.

Esta abordagem contempla também o CEO, no sentido de demonstrar, por um lado, a relevância e importância deste no seio da organização, e por outro lado, a forma como a importância deste elemento se reflecte na sua própria remuneração.

3.1. Estrutura do Board of Directors

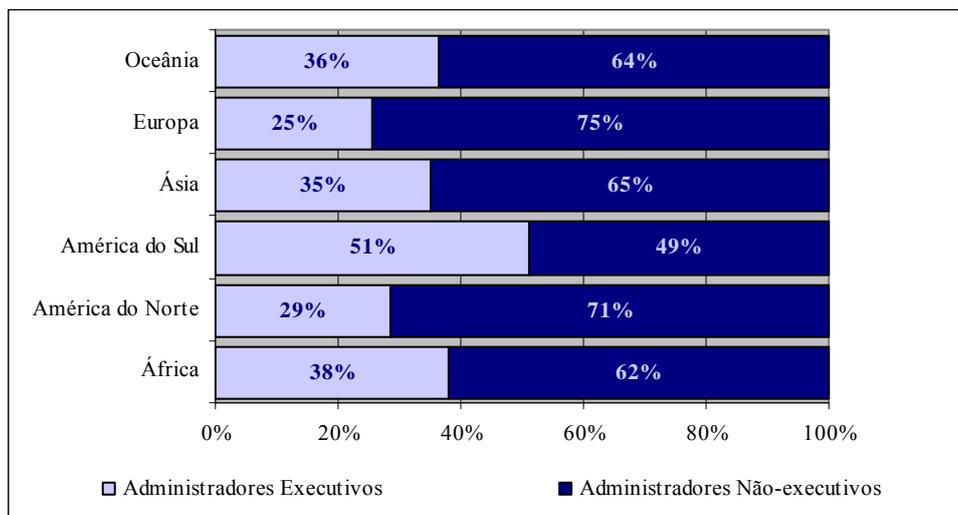
O *Board of Directors* é constituído por administradores Executivos e Não-Executivos. Neste estudo, a dimensão média do *Board of Directors* situa-se nos 13 elementos, sendo que 4 deles são Executivos, e os restantes Não-Executivos. Existem contudo discrepâncias visíveis, constatadas através da análise dos dados por país. No Gráfico 3, são apresentadas as estruturas do BoD para cada país seleccionado para a amostra. O Chile (único representante da América do Sul) e a China apresentam o BoD com maior dimensão, com cerca de 21 administradores, distribuídos similarmente entre Executivos e Não-Executivos. Já a Malásia e Paquistão apresentam um BoD com menos de 10 elementos, com apenas 2 elementos Executivos.

Gráfico 5 – Número Médio de Administradores por País



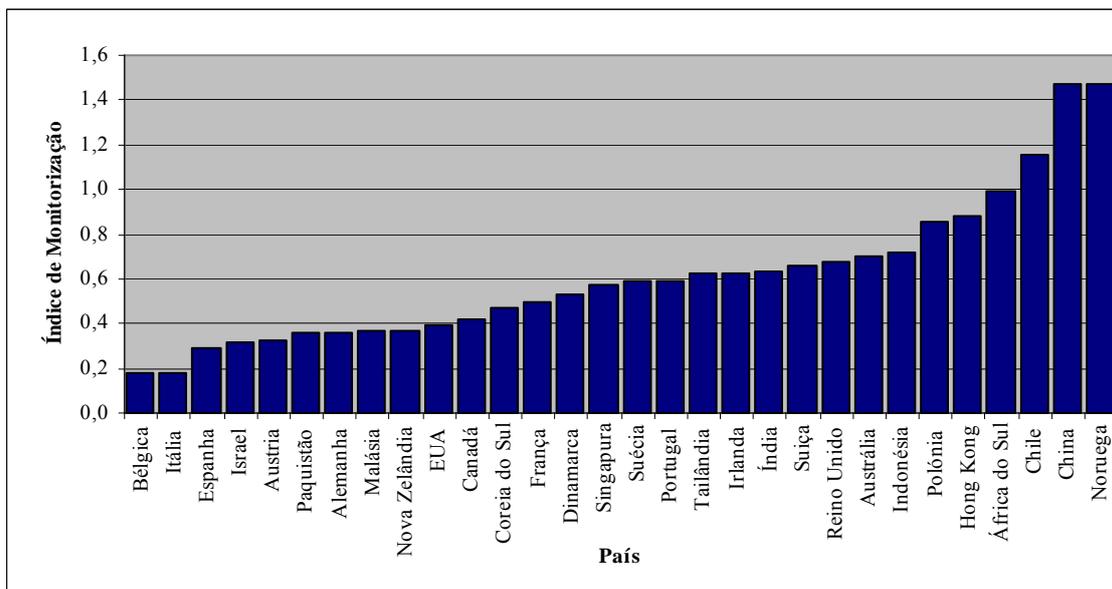
Numa análise por Continente, apenas a América do Sul contrasta com a tendência generalizada dos restantes BoD's, em que o número de administradores Não-Executivos supera o número de administradores Executivos. A Europa apresenta a menor percentagem de Executivos (25%), seguida da América do Norte (29%). A Ásia e Oceânia apresentam percentagens de executivos muito semelhantes, com 35% e 36% respectivamente. Para último, o Continente Africano e América do Sul (com 38% e 51%, respectivamente)

Gráfico 6 – Estrutura do *Board of Directors* por Continente



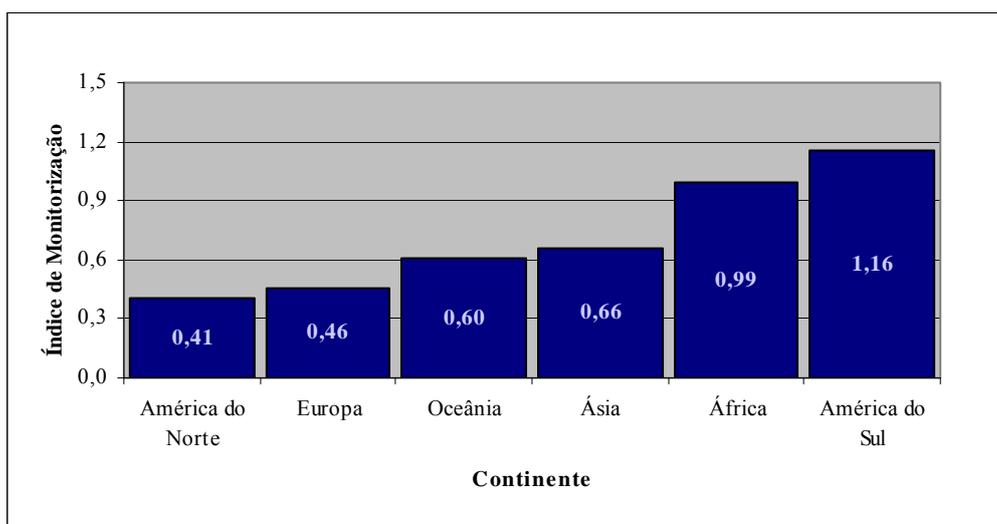
Como forma de avaliar a monitorização e o grau de supervisão que existe no *Board of Directors*, foi calculado, para todas as empresas, o Índice de Monitorização. Esta medida consiste na divisão do número de administradores Executivos pelo número de administradores Não-Executivos. Assim, quanto maior for este indicador, menor será o grau de monitorização. A amostra apresenta um Índice de Monitorização Médio de 0,58. Ou seja, por cada Executivo existem em média dois membros Não-Executivos. A Noruega e China apresentam um Índice de Monitorização de 1,47, querendo isso dizer que para cerca de 3 Executivos existem apenas 2 membros Não-Executivos. Já Itália e Bélgica demonstram um elevado Índice de Monitorização, situado nos 0,18.

Gráfico 7 - Índice de Monitorização por País



A análise deste indicador por Continente revela que a América do Norte e a Europa apresentam um Índice de Monitorização inferior à média da amostra (respectivamente 0,41 e 0,46). Seguem-se a Oceânia com 0,60 e a Ásia com 0,66, e África e a América do Sul com um Índice de Monitorização que indica que por cada Executivo existe em média um membro Não-Executivo.

Gráfico 8 - Índice de Monitorização por Continente



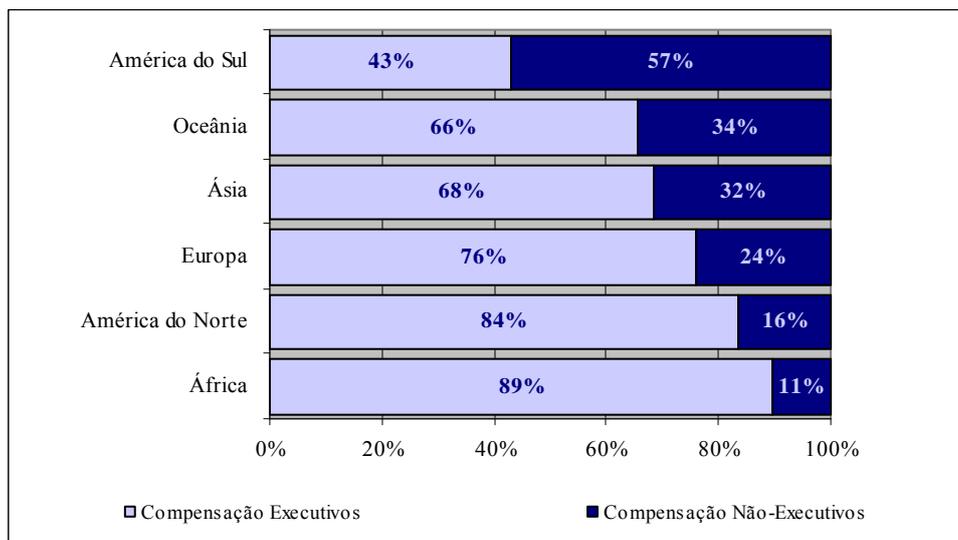
Este tipo de análise permite identificar três tipos de estrutura do *Board of Directors*, de acordo com a região em que a empresa se encontra. Primeiro, a Europa e a América do Norte, sendo as regiões mais desenvolvidas, apresentam uma quantidade mais reduzida de membros Executivos nos seus BoD's, com um Índice de Monitorização, que indica boas práticas de controlo. Segundo, a Ásia e a Oceânia, que apesar de serem regiões desenvolvidas, apresentam Índices de Monitorização ligeiramente acima da média. Por último, África e América do Sul, que a par da sua situação de desenvolvimento, apresentam Índices de Monitorização superiores à média, indicando falhas ao nível da monitorização do *Board of Directors*.

3.2. Compensação de Administradores Executivos e Não-Executivos

Para além da distinção em termos de estrutura do *Board of Directors*, entre Executivos e Não-Executivos, importa também distinguir a compensação auferida por estes, e a forma como o tipo de compensação varia de acordo com o tipo de cargo desempenhado. A compensação (Fixa e Variável) atribuída aos executivos excede a compensação dos administradores Não-Executivos (Gráfico 9). No caso específico da América do Sul ocorre o inverso, com a remuneração dos membros Não-Executivos do *Board of Directors* a representar 57% da compensação total.

Para países como Nova Zelândia, Malásia ou Espanha a remuneração paga aos administradores Executivos e Não-Executivos é semelhante. Já para países como Irlanda, África do Sul, EUA, Hong Kong, Paquistão, Áustria, França, Noruega, Polónia ou Portugal a compensação dos administradores Executivos representa mais de 85% do total pago ao BoD, percentagem superior à média da amostra fixada em 72% (Anexo 6).

Gráfico 9 – Compensação Total do Board of Directors (Executivos vs Não-Executivos)



Através da comparação do peso das duas componentes de compensação (Fixa e Variável) na remuneração paga aos administradores Executivos e Não-Executivos e CEO's (Gráfico 10 e 11), rapidamente se constata que os administradores Não-Executivos apresentam uma compensação Fixa bastante superior. Este facto é, em parte, justificado com o papel desempenhado pelo *Board of Directors* (numa perspectiva de competências não-executivas). Assim, as actividades de aconselhamento, supervisão e monitorização das acções dos Executivos desempenhadas por estes não são remuneradas com base na performance da empresa, assegurando uma maior independência destes indivíduos.

A compensação Fixa dos Executivos é também superior à compensação Variável. No entanto a disparidade não é tão acentuada, dada a importância que a remuneração Variável assume nos Planos de Incentivo. No caso específico dos EUA, as duas componentes têm um peso semelhante no total da remuneração paga. Relativamente aos CEO's esta tendência mantém-se, com a componente Variável a ter um peso ainda mais relevante que na compensação da generalidade dos Executivos. O Anexo 7 apresenta uma desagregação desta análise, apresentando as compensações médias totais e médias relativas à compensação fixa e variável por administrador Executivo e Não-Executivo, por país.

Gráfico 10 – Comparação entre Compensação Fixa e Variável de administradores Executivos e Não-Executivos por Continente

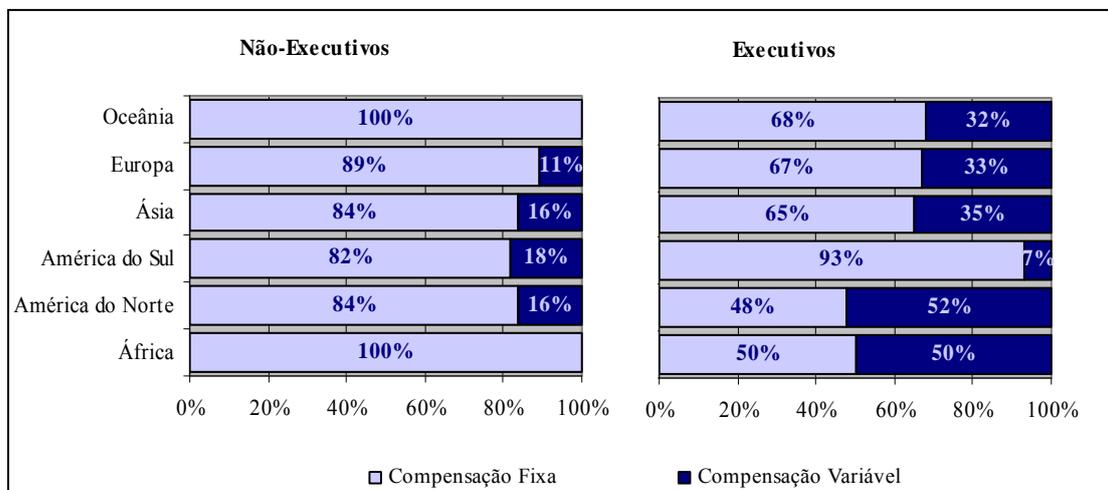
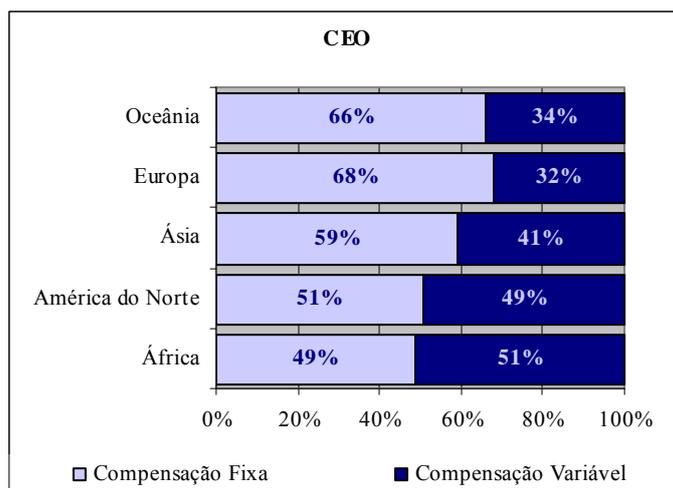


Gráfico 11 – Compensação fixa e variável do CEO por Continente



Nota: A América do Sul, representada pelo Chile, não apresenta a desagregação da compensação do CEO nas fontes consultadas

A comparação entre a remuneração paga ao BoD e ao CEO (Anexo 4) revela a importância deste no seio da organização. Primeiro, a compensação atribuída a estes indivíduos representa no total da amostra cerca de 35% da remuneração paga ao BoD; apenas a Irlanda e a Indonésia apresentam compensações do CEO inferior a 15% do total da remuneração paga ao BoD. Segundo, a compensação média do CEO em todos os Continentes analisados é superior à compensação de qualquer administrador (Executivo ou Não-Executivo).

No que diz respeito aos países em análise, as exceções detectadas referem-se a Malásia, Paquistão, Tailândia, Bélgica, França, Irlanda, Itália, Portugal, Suécia e Nova Zelândia. No entanto, nestes casos é a compensação média do Director Executivo que é superior à compensação do CEO. Ainda assim a remuneração do CEO é sempre superior à remuneração média do administrador Não-Executivo.

3.3. Análise das Componentes de Compensação

Na Compensação de Executivos existem diversas componentes de remuneração. No Anexo 9 são demonstradas as compensações médias do *Board of Directors* por componente, dos países que constituem a amostra deste estudo. Dada a natureza da informação, não foi possível a recolha de dados para a totalidade da amostra. A informação relativa a *Stock Options*, LTIP's e Acções nem sempre é devidamente apresentada para o exterior da empresa e nem todas as empresas optam por este tipo de remuneração.

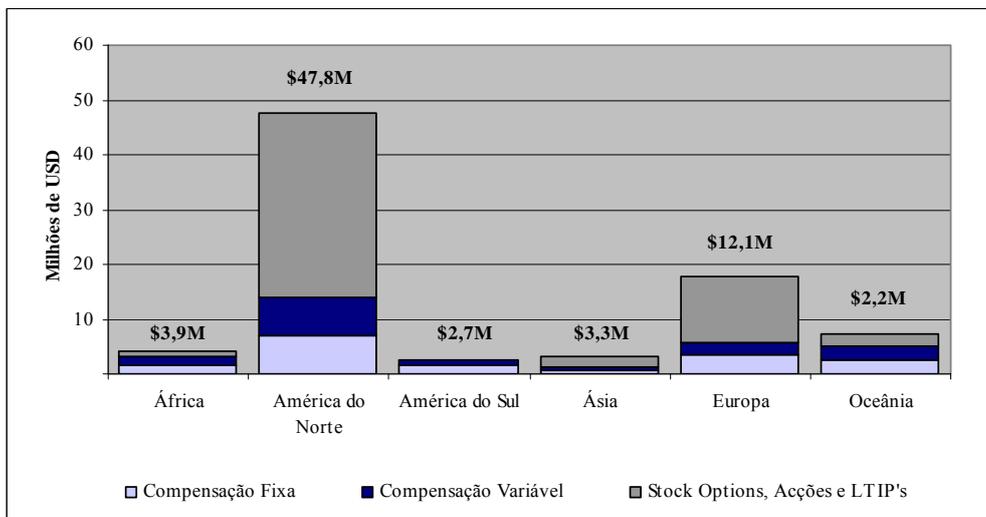
Para facilitar a análise foram considerados apenas 3 tipos de compensação: (1) Fixa (Salários, pensões e todo tipo de compensação que não depende da performance), (2) Variável (Bónus, e outros tipos de compensação que variam de acordo com a performance obtida) e (3) Stock Options, Acções e LTIP's.

3.3.1. Compensação do Board of Directors

O Continente Norte-Americano apresenta a maior compensação média para o BoD (cerca de 48 Milhões de USD), em grande parte devido a *Stock Options*, Acções e LTIP's (70%). A Europa apresenta uma compensação total média do BoD que ascende aos 18 Milhões de Euros, constituída em 67% por *Stock Options*, Acções e LTIP's.

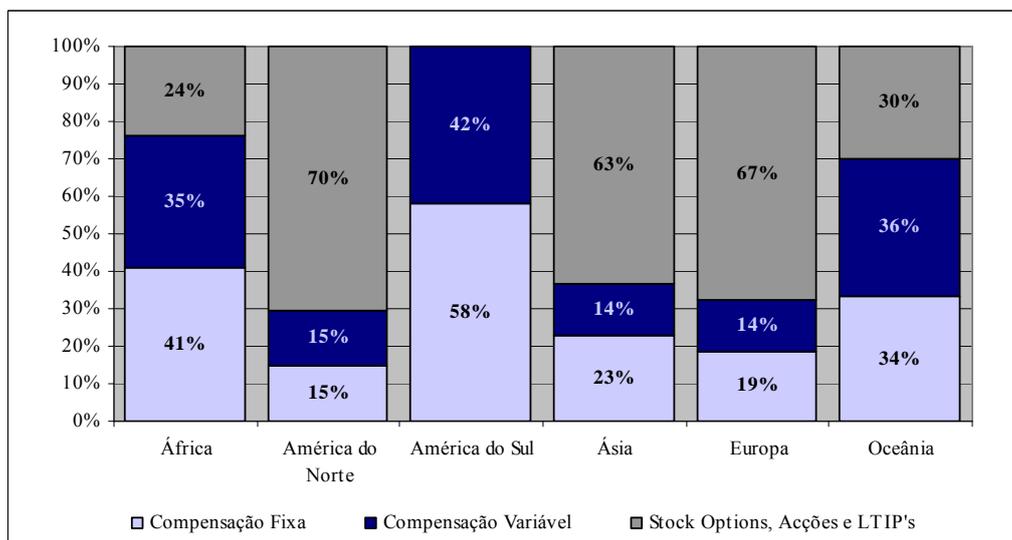
Os restantes contingentes apresentam Compensações médias para o BoD inferiores a 10 Milhões de USD.

Gráfico 12 – Tipos de Compensação do BoD por Continente



Destaca-se o facto do Continente Asiático também apresentar um peso de *Stock Options, Acções e LTIP's* superior a 60% da Compensação total. Relativamente aos continentes Oceânia e África, os tipos de compensação com maior peso são, respectivamente, a compensação variável (36%) e a compensação fixa (41%).

Gráfico 13 – Tipos de Compensação do BoD por Continente



Assim, nos continentes mais desenvolvidos (América do Norte e Europa, considerando-se também a Ásia) a remuneração em forma de *Stock Options*, Acções ou LTIP's representa a maior parte da compensação paga ao BoD. Nos restantes continentes em análise esta componente já se assume como aquela que tem menor peso na compensação total.

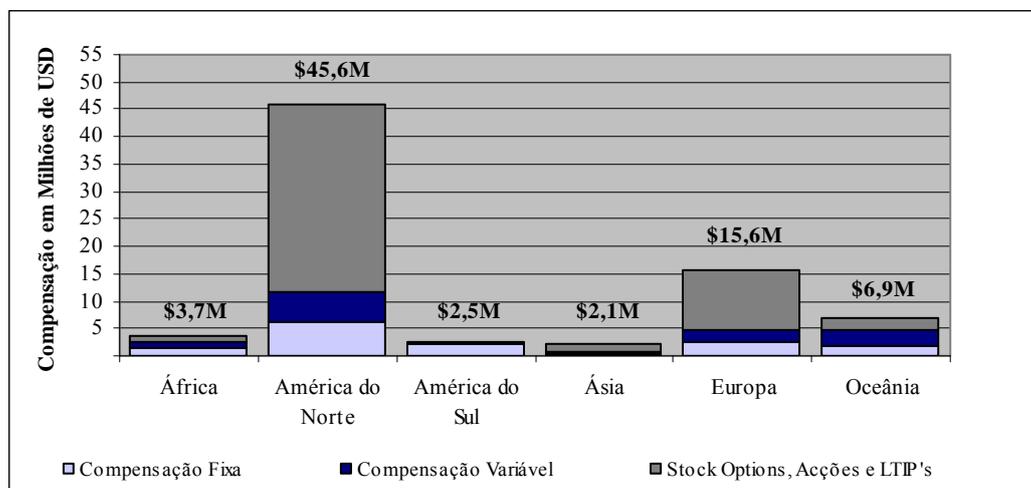
Numa análise por país (Anexo 10), a França e a Áustria destacam-se apresentando mais de 80% da compensação sob a forma de *Stock Options*, Acções e LTIP's. Os EUA apresentam uma compensação média situada 67% de *Stock Options*, Acções e LTIP's. Por outro lado, a compensação média dos BoD das empresas da Polónia e da Dinamarca é constituída em mais de 90% de compensação fixa.

3.3.2. Compensação dos Membros Executivos do BoD

Para os membros Executivos do BoD a compensação média total atinge os 45,6 Milhões de USD no continente Norte-Americano, dos quais 74% relativos a *Stock Options*, Acções e LTIP's, e o restante em partes iguais de Compensação Variável e Fixa. No continente Europeu apesar da compensação destes indivíduos ser inferior (15,6 Milhões de USD), a estrutura é semelhante à do Continente Norte-Americano.

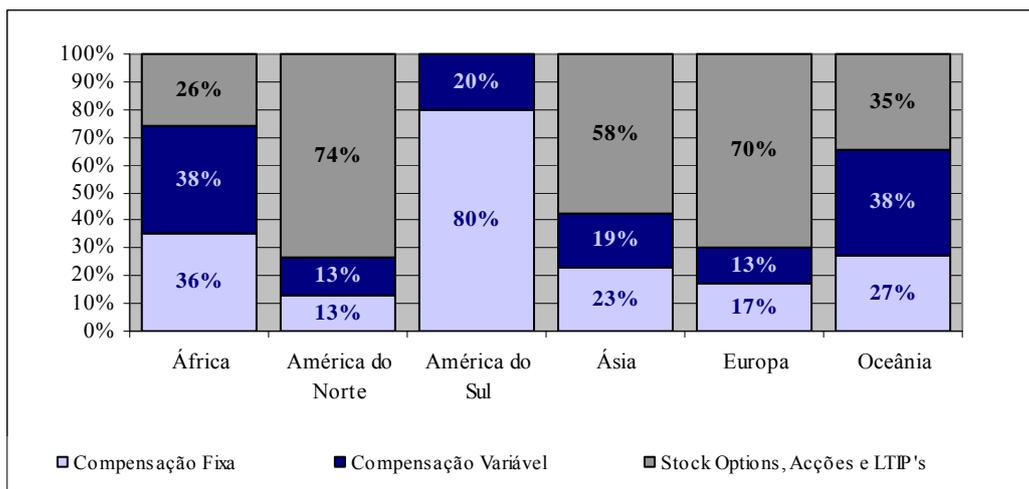
A Oceânia apresenta um montante de 6,9 Milhões de USD, dos quais 35% e 38% correspondem, respectivamente, a *Stock Options*, Acções e LTIP's, e Compensação Variável.

Gráfico 14 – Tipos de compensação dos Membros Executivos do BoD por Continente (em valor)



O continente Asiático apresenta a compensação média para os membros Executivos do BoD mais baixa das regiões em análise (2,1 Milhões de USD). Contudo, a estrutura da compensação assemelha-se à do continente europeu (as *Stock Options*, Acções e LTIP's, representam mais de metade do total da remuneração sendo que a restante parte é composta quase em partes iguais de compensação Fixa e Variável).

Gráfico 15 - Tipos de compensação dos Membros Executivos do BoD por Continente (em %)



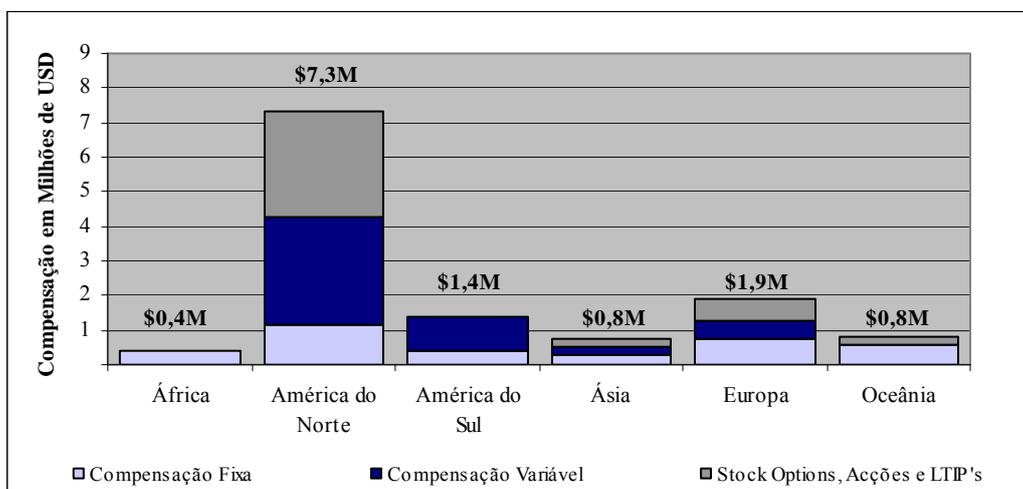
Países como a Dinamarca, Polónia e a Suíça demonstram compensações Fixas na ordem dos 90%, a par do que sucedera na abordagem à compensação para o total do BoD (Anexo 11). Pela análise, dos gráficos 12 e 14, rapidamente se constata que a compensação dos membros Executivos do BoD representa a maior parte da compensação total do BoD. Deste modo a estrutura por componentes de compensação é idêntica nas duas análises.

3.3.3. *Compensação dos Membros Não-Executivos do BoD*

Os membros Não-Executivos do BoD, ou o *Supervisory Board* apresentam compensações inferiores aos membros Executivos, como já foi referido anteriormente no ponto 3.2.

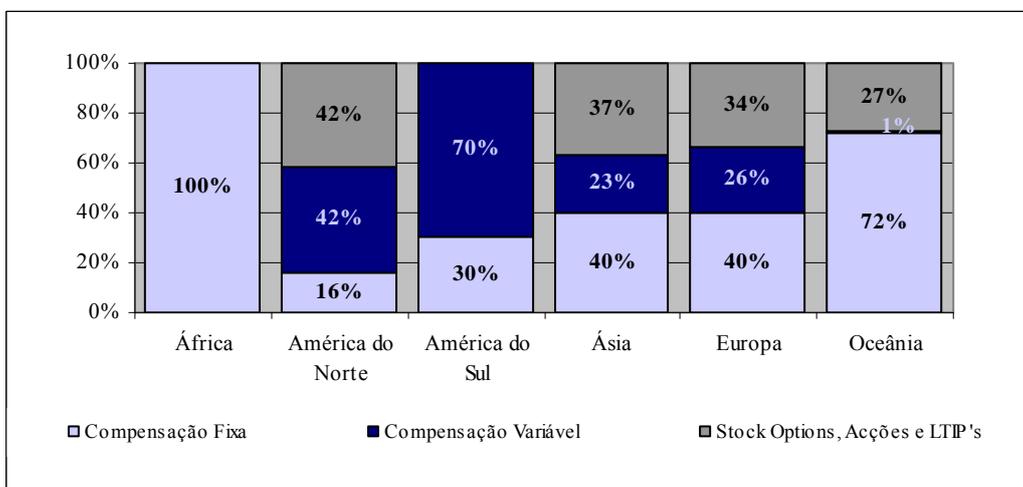
O Continente Norte-Americano apresenta mais uma vez a maior compensação média, situada nos 7,3 Milhões de USD, seguido do Continente Europeu com apenas 1,9 Milhões de USD.

Gráfico 16 - Tipos de compensação dos Membros Não-Executivos do BoD por Continente (em valor)



Neste caso, a compensação na América do Norte é constituída por *Stock Options*, Acções e LTIP's, e Compensação Variável, na mesma porção (42% para cada). Já a Ásia e a Europa apresentam estruturas de compensação idênticas para estes indivíduos, mais conservadoras que na América do Norte, com a compensação Fixa a representar 40% e a compensação Variável apenas 23% e 26%, respectivamente. Na Oceânia o peso da compensação Fixa dos membros Não-Executivos do BoD ultrapassa os 70%, sendo que em África, a compensação destes indivíduos reveste-se na totalidade sob a forma de compensação Fixa.

Gráfico 17 - Tipos de compensação dos Membros Não-Executivos do BoD por Continente (em %)

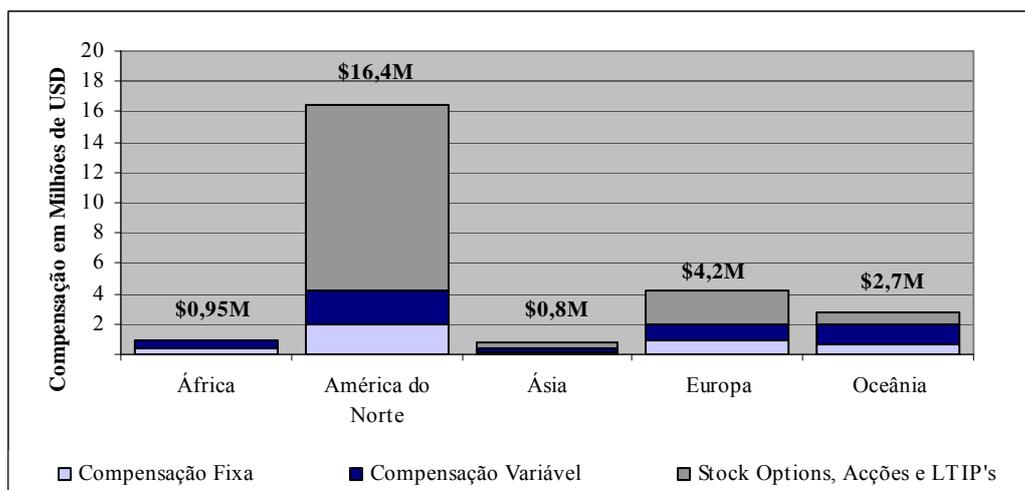


No Anexo 12 apresentam-se os pesos relativos das diversas componentes de compensação dos membros Não-Executivos por país. Países como a Suíça, Polónia, Paquistão, Noruega, Israel, Irlanda, Dinamarca, Coreia do Sul, Áustria ou África do Sul remuneraram estes indivíduos somente através de compensação Fixa.

3.3.4. Compensação do CEO

O CEO representa, na maior parte dos casos, o indivíduo cuja compensação se destaca dos restantes membros do BoD. Por esse motivo, a compensação deste indivíduo merece uma análise específica (fora do contexto dos membros Executivos do BoD), como tem vindo a acontecer ao longo deste estudo. Uma vez mais a América do Norte apresenta o CEO mais bem pago (em média 16,4 Milhões de USD), seguido do continente Europeu (em média 4,2 Milhões de USD).

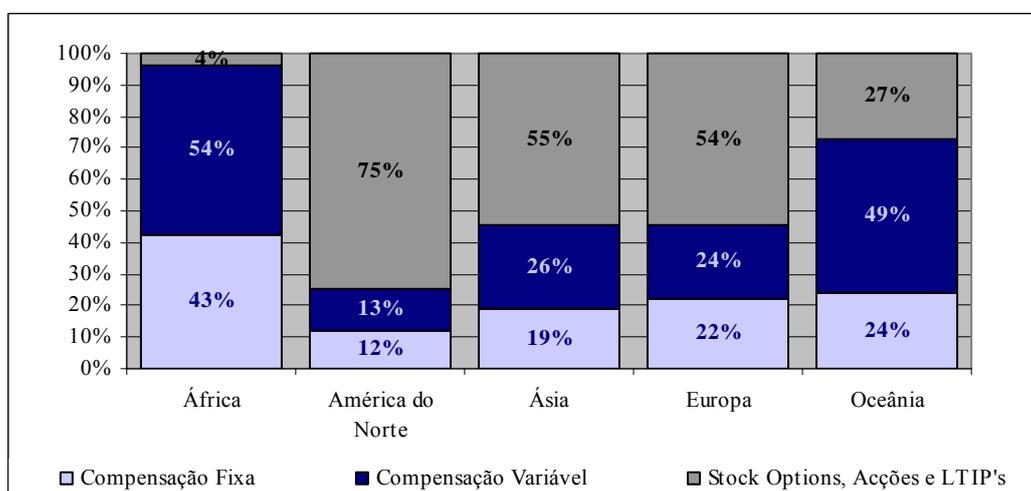
Gráfico 18 - Tipos de compensação do CEO por Continente (em valor)



Nota: A América do Sul, representada pelo Chile, não apresenta a desagregação da compensação do CEO nas fontes consultadas

A compensação média do CEO na América do Norte é composta em cerca de 75% por *Stock Options*, Acções e LTIP's, sendo os restantes 25% relativos, em partes iguais, a compensação Fixa e Variável. Os CEO's da Ásia e Europa apresentam estruturas de compensação semelhantes, com cerca de 55% de *Stock Options*, Acções e LTIP's, 25% de compensação Variável e o restante compensação Fixa. Já o CEO da Oceânia apresenta 49% de Compensação Variável, e cerca de 27% de *Stock Options*, Acções e LTIP's. No Continente Africano a compensação do CEO é composta por 54% de compensação Variável e 43% de compensação Fixa, sendo que as *Stock Options*, Acções e LTIP's têm um peso residual.

Gráfico 19 - Tipos de compensação do CEO por Continente (em %)



Nota: A América do Sul, representada pelo Chile, não apresenta a desagregação da compensação do CEO nas fontes consultadas

No Anexo 13 apresenta-se a estrutura de compensação dos CEO's por país. Os EUA e o Canadá apresentam o maior peso de *Stock Options*, Acções e LTIP's, com cerca de 71%. Já o Paquistão apresenta 86% de compensação variável, seguido da Itália com 67%. A Irlanda apresenta a compensação do CEO revestida unicamente sob a forma de compensação Fixa, e países como a Suécia e a Malásia apresentam mais de 80% de compensação Fixa na remuneração dos CEO's.

3.4. Relação entre a Compensação de Executivos e o Valor da Empresa

Muitos estudos tentam demonstrar a relação que se estabelece entre a compensação auferida pelo *Board of Directors* e a dimensão da empresa. Neste contexto, foram também analisadas as correlações entre o Valor de Mercado da empresa (*Market Value*) e o Volume de Vendas (*Total Sales*), e os diferentes tipos de compensações (Fixa, Variável, *Stock Options*, Acções e LTIP's) relativos a administradores Executivos e Não-Executivos, e CEO. Para medir a relação que se estabelece entre estas diferentes variáveis foi utilizado o coeficiente de correlação de Pearson (1).

$$r = \frac{\sum(xi - \bar{x})(yi - \bar{y})}{\sqrt{(\sum(xi - \bar{x})^2)(\sum(yi - \bar{y})^2)}} \quad (1)$$

Onde:

\bar{x} e \bar{y} representam a média aritmética para cada uma das variáveis em análise

xi e yi representam os valores obtidos para ambas as variáveis em questão

Este coeficiente é uma medida do grau de relação linear entre duas variáveis quantitativas. Este coeficiente varia entre os valores -1 e 1. O valor 0 (zero) significa que não há relação linear, o valor 1 indica uma relação linear perfeita e o valor -1 também indica uma relação linear perfeita mas inversa, ou seja, quando uma das variáveis aumenta a outra diminui. Quanto mais próximo estiver de 1 ou -1, mais forte é a associação linear entre as duas variáveis. O coeficiente de determinação (r^2), é o quadrado do coeficiente de Pearson e mede a proporção da variabilidade de uma variável que é explicada pela variabilidade da outra.

Uma vez que não foi possível a obtenção de dados para a totalidade das empresas, e porque em alguns casos não existiam empresas em número suficiente a actuarem no sector das *Utilities* (de acordo com os critérios definidos no ponto 2.1), foram apenas considerados para o cálculo do coeficiente de correlação os continentes nos quais constassem dados para pelo menos 10 empresas. Por esse motivo o continente Africano e Sul-Americano foram excluídos desta análise, uma vez que a amostra contempla apenas um país para cada um destes continentes (África do Sul e Chile, respectivamente).

3.4.1. Estrutura do Board of Directors

Para medir a relação que se estabelece entre a estrutura/dimensão do BoD e a dimensão da empresa, foram utilizados respectivamente a dimensão do BoD e o Índice de Monitorização, e o *Market Value* e *Total Sales*. O Índice de Monitorização como referido no Ponto 3.1, consiste na divisão do número de administradores Executivos pelo número de Não-Executivos, e como tal, serve para identificar o tipo de estrutura do BoD.

Na Tabela 5, apresentam-se os coeficientes de correlação obtidos pela intersecção destas variáveis. Na América do Norte o coeficiente relativo à relação entre o *Market Value* e *Total Sales* da empresa e a dimensão do BoD situa-se nos 0,60 indicando que a dimensão do BoD varia positivamente de acordo com a dimensão da empresa. Relativamente à estrutura do BoD não se detectaram valores que indicassem uma relação com a dimensão da empresa.

Tabela 5 – Coeficiente de Correlação entre a estrutura e Dimensão do BoD e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente

	Market Value		Total Sales	
	Dimensão do Board of directors	Índice de Monitorização	Dimensão do Board of directors	Índice de Monitorização
América do Norte	0,61	-0,19	0,62	-0,29
Ásia	0,07	0,31	0,47	0,02
Europa	0,36	-0,23	0,45	-0,25
Oceânia	0,27	0,28	0,31	0,34
Total	0,22	-0,05	0,39	-0,14

3.4.2. *Compensação do Board of Directors*

Esta análise foi realizada também em termos de compensação. Ou seja, foram calculadas as correlações que se estabelecem entre as três componentes compensação e a dimensão da empresa (uma vez mais quantificada por *Market Value* e *Total Sales*). Destaca-se o Continente Norte-Americano, com correlações bastante significativas (entre 0,67 e 0,94) entre as diversas componentes de compensação e a dimensão da empresa. No Continente Norte-Americano pode-se afirmar que quanto maior for a dimensão da empresa maior será a compensação total ou por componente de compensação. Segue-se o Continente da Oceânia com correlações inferiores, que indicam somente uma correlação positiva entre a Compensação Fixa e a Dimensão da empresa.

Tabela 6 - Coeficiente de Correlação entre a Compensação do BoD e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente

	Market Value				Total Sales		
	Compensação Total	Compensação Fixa	Compensação Variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Fixa	Compensação Variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	0,82	0,81	0,81	0,89	0,94	0,92	0,67
América do Sul	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	0,00	0,03	0,08	-0,08	-0,04	-0,04	0,14
Europa	0,08	0,13	0,07	0,49	0,20	0,18	0,35
Oceânia	0,55	0,88	0,24	-	0,80	0,49	0,54
Total	0,27	0,30	0,24	0,39	0,32	0,27	0,40

A mesma análise segmentada por membros Executivos e Não-Executivos e CEO, indica valores muito semelhantes, nomeadamente no caso dos membros Executivos e CEO (Anexo 14).

Para os membros Executivos do continente Norte-Americano as correlações para as diversas componentes situam-se na ordem dos 0,80, com destaque para a correlação entre a compensação em *Stock Options*, Acções e LTIP's, e *Market Value* (0,94). A compensação do CEO neste continente apresenta também uma forte relação, com uma correlação de 0,81 entre as remunerações Variável e sob a forma de *Stock Options*, e o *Market Value*.

Curiosamente, na Oceânia as correlações que mais se destacam dizem respeito à compensação Fixa Vs *Market Value* e *Total Sales*, tanto para membros Executivos como CEO's. Para os restantes continentes não se verificam relações significativas entre as variáveis em análise, uma vez que as correlações são de valor reduzido.

No caso dos membros Não-Executivos do BoD, as correlações obtidas são também de baixo valor, o que justifica o carácter de independência e supervisão destes relativamente aos membros Executivos, inclusive o CEO.

3.5. Regressão Linear entre a Compensação do BoD e a Dimensão da Empresa

Depois de analisadas as correlações entre diversas variáveis relativas à dimensão da empresa, estrutura e compensação do BoD, será elaborado um modelo de regressão linear que demonstre a relação existente entre compensação e dimensão da empresa. Para efectuar esta análise é utilizado o *Market Value* para medir a dimensão da empresa e a compensação dos administradores. Uma vez que foi comprovado no ponto anterior que a relação entre compensação dos membros Não-Executivos do BoD e a dimensão da empresa (medida quer através do *Total Sales*, quer do *Market Value*) não é suficientemente forte, esta análise incidiu unicamente sobre a compensação Variável dos administradores Executivos e do CEO. Para além destes aspectos, convém salientar que para os continentes Africano e Sul-Americano não foi realizado o modelo de regressão linear, dada a reduzida representação destes na amostra.

O modelo de regressão linear (2) permite, neste caso, prever o valor da compensação (variável dependente), com base no *Market Value* (variável independente).

$$y = \alpha + \beta x \quad (2)$$

Onde:

y - Variável dependente (Compensação Variável)

x - Variável independente (Market Value)

β - Declive da recta

α - Constante que representa a intersecção da recta com o eixo vertical

O modelo de regressão linear demonstra um β superior para o Continente Norte-Americano, o que demonstra uma tendência para a compensação Variável atribuída aos membros executivos do BoD apresentar valores superiores de acordo com o *Market Value* da empresa. Deste modo, uma variação positiva no *Market Value* duma empresa Norte-Americana traduz-se em média num aumento da compensação atribuída a estes indivíduos superior ao verificado nas restantes regiões. Na tabela 7, o coeficiente de determinação (r^2) apenas é relevante para a América do Norte.

Tabela 7 – Regressão Linear: Compensação Variável dos membros Executivos do BoD vs Market Value

	r	r ²	β	α
América do Norte	0,78	0,61	0,00012465	2.179.192
Ásia	0,08	0,01	0,00000019	230.049
Europa	0,00	0,00	0,00000038	2.174.718
Oceânia	0,24	0,06	0,00016835	1.838.203

A mesma tendência acaba por se verificar no caso dos CEO's, onde a América do Norte se afigura como a região em que um acréscimo no *Market Value* tem um impacto superior na remuneração do principal gestor da empresa, com um coeficiente de correlação de 0,81. Também na Europa o coeficiente de correlação apresenta-se significativo, situando-se nos 0,68. Na tabela 8, novamente pela análise do coeficiente de determinação, as regiões onde de facto é estatisticamente significativa a relação entre a compensação do CEO e o valor de mercado da empresa são a América do Norte e a Europa.

Tabela 8 – Regressão Linear: Compensação do CEO vs Market Value

	r	r ²	β	α
América do Norte	0,81	0,66	0,00006125	409.643
Ásia	0,02	0,00	0,00000019	230.049
Europa	0,68	0,46	0,00002649	485.434
Oceânia	0,14	0,02	0,00004109	1.121.120

Conclusões

Este estudo foi realizado de forma a caracterizar o sector das *Utilities* relativamente à estrutura e compensação do *Board of Directors* das empresas que nele actuam.

No que diz respeito à estrutura do BoD, a amostra apresentou um Índice de Monitorização de 0,58. Este valor significa que por cada administrador Executivo, existem em média dois administradores Não-Executivos. Assim, de acordo com as regiões seleccionadas, verificou-se que: (1) a Europa e a América do Norte, como regiões mais desenvolvidas, apresentavam um Índice de Monitorização inferior a 0,5; (2) a Ásia e a Oceânia apresentavam Índices de 0,6, ligeiramente acima da média; e (3) África e América do Sul apresentavam Índices de valor 1 ou superior.

Como Godard e Schatt (2000) afirmam, não há uma dimensão óptima do Board, sendo que a dimensão do BoD neste estudo variou entre 8 e 21 membros nos países seleccionados, com uma média para a amostra de 13 elementos (dos quais 4 Executivos e 9 Não-Executivos). Foi analisada a relação entre a estrutura e a dimensão do BoD, e a dimensão da empresa, não sendo possível estabelecer uma relação entre a dimensão do BoD e a própria estrutura do BoD (Executivos e Não-Executivos), e a dimensão da empresa, quer em termos de valor (*Market Value*), quer de desempenho (*Total Sales*).

A compensação média paga ao BoD das empresas de *Utilities* no ano de 2006 situou-se nos 4,7 Milhões de USD.

Este estudo chegou à mesma conclusão de Murphy (1998) para os EUA. Ou seja, a compensação dos executivos Norte-Americanos difere dos restantes países, (1) porque apresenta sempre montantes mais elevados, e (2) porque a componente Fixa assume uma percentagem reduzida do total da compensação. Para além disso, grande parte da compensação atribuída ao BoD neste país assume a forme de *Stock Options*, Acções ou LTIP's. Ainda assim, alguns países apresentam um peso de *Stock Options* Acções e LTIP's face à compensação total, superior ao demonstrado pelos EUA, nomeadamente França e Áustria. No entanto, a análise à compensação do CEO vai de encontro ao preconizado por Fernandes et al. (2008), ou seja, os EUA apresentam a maior compensação paga, sendo que é aquela que apresenta também maior quantidade de *Stock Options*, Acções ou LTIP's.

A análise da compensação entre administradores Executivos e Não-Executivos demonstrou que são remunerados de forma diferente, em termos quantitativos e qualitativos. Os administradores Executivos auferem valores substancialmente mais elevados, em todas as regiões (com exceção da América do Sul), com um peso superior de *Stock Options*, Acções ou LTIP's e compensação Variável.

Relativamente à relação entre a compensação e a dimensão da empresa, esta foi realizada para a compensação Variável dos membros Executivos do BoD e para o CEO. Como Rosen (1982) e Kostiuk (1990) a relação entre compensação e dimensão da empresa não é surpreendente, e no caso deste estudo, verificaram-se determinadas correlações, particularmente no Continente Norte-Americano para os administradores Executivos e também na Europa para o CEO. Neste sentido, pode-se afirmar que as regiões mais desenvolvidas apresentam compensações (neste caso Variáveis) que dependem da dimensão da empresa.

No caso dos membros Não-Executivos a relação entre estas duas variáveis apresentou-se reduzida. Verificou-se também que a compensação dos membros Não-Executivos é inferior à dos administradores Executivos, e apresenta menos *Stock Options*, Acções ou LTIP's, e um peso superior de compensação Fixa. A conjugação destes factores revela uma forma específica de compensação que confere independência às funções de supervisão e monitorização que os administradores Não-Executivos desempenham.

Bibliografia

Abowd, J., e M. Bognanno (1995), “International Differences in Executive and Managerial Compensation,” in R. Freeman, and L. Katz, ed., *Differences and Changes in Wage Structures*, Chicago: The University of Chicago Press, 67-103.

Agrawal, A. e G. Mandelker (1987), “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions,” *Journal of Finance*, 42(4), 823-37.

Baker, G., M. Jensen e K. J. Murphy (1988), “Compensation and Incentives: Practice vs. Theory,” *Journal of Finance*, 43(3), 593-616.

Barnard, Chester (1986),” The Functions of the Executive”, *The Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 2 , 456-459 .

Black, F. and M. Scholes (1973), “The Pricing of Options and Corporate Liabilities,” *Journal of Political Economy*, 81, 637-59.

Dechow, P. and R. Sloan (1991), “Executive Incentives and the Horizon Problem,” *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51-89.

DeFusco, R., R. Johnson, e T. Zorn (1990), “The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders,” *Journal of Finance* 45(2), 617-627.

Fama, Eugene F. e Jensen, Michael C. (1983), “Agency problems and residual claims”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.

Fernandes, Nuno, Miguel Ferreira, Pedro Matos e Kevin Murphy (2008), “(Why) are U.S. Top Executives Paid More?”, *Working Paper*, University of Southern California.

Gingliger, Edith (2002), “L’actionnaire comme contrôleur”, *Revue Française de Gestion*, 28 (141), 37-56

Godard, Laurence e Schat, Alain (2000), “Quelles sont les caractéristiques optimales du Conseil d’Administration?”, *Revue du Financier*, 127, 36-47

Healy, P. (1985), “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

Hirshleifer, D. e R. Suh (1992), “Risk, Managerial Effort, and Project Choice,” *Journal of Financial Intermediation*, 2, 308-345.

Joly, Karine Le e Moingeon, Bertrand (2001), “Gouvernement d’Enterprise: Débats Théoriques e Pratiques”, Ellipses

Kang, J. e A. Shivdasani (1995), “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29-58.

- Kaplan, R. e A. Atkinson (1989), “Advanced Management Accounting”, 2nd Edition, Prentice-Hall International
- Kaplan, S. (1997), “Top Executive Incentives in Germany, Japan, and the US: A Comparison,” University of Chicago.
- Kole, S. (1997). “The Complexity of Compensation Contracts,” *Journal of Financial Economics*, 43(1), 79-104.
- Kostiuk, P. (1990), “Firm Size and Executive Compensation,” *Journal of Human Resources*, 25(1), 90-105.
- Lambert, R., W. Larcker, e D. Larcker (1989), “Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), 409-425.
- Lewellen, W., C. Loderer, e K. Martin (1987), “Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, 9, 287-310.
- Murphy, K. J. (1998), "Executive Compensation", *Working Paper*, University of Southern California - Marshall School of Business.
- Murphy, K. J. (1998 b), “Performance Standards in Incentive Contracts,” University of Southern California.
- Ofek, E. e D. Yermack (1997), “Taking Stock: Does Equity-Based Compensation Increase Managers’ Ownership?” Stern School of Business, New York University
- Patton, A. (1972), “Why incentive plans fail”, *Harvard Business Review* (May-June 1972)
- Pearce, John A. e Zahra, Shaker A. (1992), “Board composition from a strategic contingency perspective”, *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438
- Rodrigues, J., Seabra, F. e Mata, C., “Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20”, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 34-42
- Rosen, S. (1982), “Authority, Control, and the Distribution of Earnings,” *The Bell Journal of Economics*, 13(2), 311-323.
- Yermack, D. (1995), “Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?” *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 237-69.
- Zhou, X. (1997), “CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada,” University of Toronto.

<https://www.boardex.com>

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

<http://www.edp.pt>

Anexos

Anexo 1 - Gross National Product em 2006

País	GNP 2006 (Em Milhares de Milhões de USD)	Ranking Mundial	Ranking da Amostra
United States	13.164	1	1
Japan	4.368	2	
Germany	2.897	3	2
China	2.645	4	3
United Kingdom	2.377	5	4
France	2.248	6	5
Italy	1.851	7	6
Canada	1.272	8	7
Spain	1.225	9	8
South Asia	1.147	10	
Brazil	1.067	11	
Russian Federation	987	12	
India	912	13	9
Korea, Rep.	888	14	10
Mexico	839	15	
Australia	781	16	11
Netherlands	662	17	
Turkey	403	18	
Belgium	394	19	12
Sweden	384	20	13
Switzerland	380	21	14
Indonesia	365	22	15
Saudi Arabia	349	23	
Poland	339	24	16
Norway	335	25	17
Austria	322	26	18
Greece	308	27	
Denmark	275	28	19
South Africa	255	29	20
Ireland	220	30	21
Iran, Islamic Rep.	218	31	
Argentina	214	32	
Finland	211	33	
Thailand	206	34	22
Portugal	195	35	23
Hong Kong, China	190	36	24
Venezuela, R.B	182	37	
Colombia	153	38	
Malaysia	151	39	25
Chile	146	40	26
Czech Republic	143	41	
Israel	140	42	27
Singapore	132	43	28
Pakistan	127	44	29
Romania	122	45	
Philippines	118	46	
Nigeria	115	47	
Algeria	115	48	
Hungary	113	49	
Egypt, Arab Rep.	107	50	
Ukraine	106	51	
New Zealand	105	52	30

Fonte: Banco Mundial

Nota: Destaca m-se os países seleccionados para a amostra

Anexo 2 – SIC Codes do sector das *Utilities*

SIC Code	Tipo de Indústria
4011	RAILROADS, LINE-HAUL OPERATING
4013	RAILROAD SWITCHING & TERMINAL ESTABLISHMENTS
4100	LOCAL & SUBURBAN TRANSIT & INTERURBAN HWY PASSENGER TRANS
4210	TRUCKING & COURIER SERVICES (NO AIR)
4213	TRUCKING (NO LOCAL)
4220	PUBLIC WAREHOUSING & STORAGE
4231	TERMINAL MAINTENANCE FACILITIES FOR MOTOR FREIGHT TRANSPORT
4400	WATER TRANSPORTATION
4412	DEEP SEA FOREIGN TRANSPORTATION OF FREIGHT
4512	AIR TRANSPORTATION, SCHEDULED
4513	AIR COURIER SERVICES
4522	AIR TRANSPORTATION, NONSCHEDULED
4581	AIRPORTS, FLYING FIELDS & AIRPORT TERMINAL SERVICES
4610	PIPE LINES (NO NATURAL GAS)
4700	TRANSPORTATION SERVICES
4731	ARRANGEMENT OF TRANSPORTATION OF FREIGHT & CARGO
4812	RADIOTELEPHONE COMMUNICATIONS
4813	TELEPHONE COMMUNICATIONS (NO RADIOTELEPHONE)
4822	TELEGRAPH & OTHER MESSAGE COMMUNICATIONS
4832	RADIO BROADCASTING STATIONS
4833	TELEVISION BROADCASTING STATIONS
4841	CABLE & OTHER PAY TELEVISION SERVICES
4899	COMMUNICATIONS SERVICES, NEC
4900	ELECTRIC, GAS & SANITARY SERVICES
4911	ELECTRIC SERVICES
4922	NATURAL GAS TRANSMISSION
4923	NATURAL GAS TRANSMISSION & DISTRIBUTION
4924	NATURAL GAS DISTRIBUTION
4931	ELECTRIC & OTHER SERVICES COMBINED
4932	GAS & OTHER SERVICES COMBINED
4941	WATER SUPPLY
4950	SANITARY SERVICES
4953	REFUSE SYSTEMS
4955	HAZARDOUS WASTE MANAGEMENT
4961	STEAM & AIR-CONDITIONING SUPPLY
4991	COGENERATION SERVICES & SMALL POWER PRODUCERS

Fonte: <http://www.sec.gov/info/edgar/siccodes.htm>

Nota: Destacam-se os SIC Codes seleccionados para a amostra

Anexo 3 – Empresas seleccionadas para a amostra (1 de 3)

Continente	País	Nome da Empresa	SIC CODE	Market Value 2005 (Milhões USD)	Ano do Annual Report
África	África do Sul	MTN GROUP LIMITED	4812	16.318	2006
África	África do Sul	TELKOM SA LTD	4813	11.578	2006
África	África do Sul	ALLIED TECHNOLOGIES LIMITED	4812	833	2006
África	África do Sul	ALLIED ELECTRONICS CORPORATION LIMITED	4812	360	2006
África	África do Sul	SOUTHERN ELECTRICITY COMPANY LIMITED	4911	4	2006
África	África do Sul	FONEWOR HOLDINGS LTD	4822	3	2006
América do Norte	Canadá	BCE INC	4813	22.124	2006
América do Norte	Canadá	TRANSCANADA CORPORATION	4923	15.285	2006
América do Norte	Canadá	ENBRIDGE INC	4922	10.848	2006
América do Norte	Canadá	ROGERS COMMUNICATIONS INC	4812	10.821	2006
América do Norte	Canadá	TELUS CORPORATION	4899	7.596	2006
América do Norte	Canadá	TRANSALTA CORPORATION	4931	4.300	2006
América do Norte	Canadá	BELL ALIANT REGIONAL COMMUNICATIONS INCOME FUND	4813	3.384	2005
América do Norte	Canadá	CANADIAN UTILITIES LIMITED	4924	3.121	2006
América do Norte	Canadá	MANITOBA TELECOM SERVICES INCORPORATED	4813	2.343	2006
América do Norte	Canadá	FORTIS INC.	4911	2.141	2006
América do Norte	EUA	AT&T INC.	4813	96.601	2006
América do Norte	EUA	VERIZON COMMUNICATIONS	4813	83.281	2006
América do Norte	EUA	SPRINT NETEL CORPORATION	4813	66.179	2006
América do Norte	EUA	EELON CORPORATION	4931	35.456	2006
América do Norte	EUA	DOMINION RESOURCES, INC.	4911	26.810	2006
América do Norte	EUA	SOUTHERN COMPANY (THE)	4911	25.701	2006
América do Norte	EUA	DUKE ENERGY CORPORATION	4922	25.462	2006
América do Norte	EUA	ALLTEL CORPORATION	4812	24.164	2006
América do Norte	EUA	FPL GROUP, INC.	4911	16.410	2006
América do Norte	EUA	FIRSTENERGY CORPORATION	4911	16.159	2006
América do Sul	Chile	ENDESA - EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD SA	4911	8.321	2006
América do Sul	Chile	ENERSIS SA	4911	7.090	2006
América do Sul	Chile	EMPRESA NACIONAL TELECOM CHILE SA - ENTEL	4812	2.333	2006
América do Sul	Chile	CHILECTRA SA	4931	2.180	2006
América do Sul	Chile	COMPANIA GENERAL DE ELECTRICIDAD SA	4911	2.028	2006
América do Sul	Chile	TELECOMMUNICATIONS COMPANY OF CHILE	4813	1.912	2006
América do Sul	Chile	COLBUN SA	4911	1.371	2006
América do Sul	Chile	AGUAS ANDINAS S.A	4941	1.233	2006
América do Sul	Chile	AES GENER S.A.	4911	1.148	2006
América do Sul	Chile	EMPRESA DE OBRAS SANITARIAS DE VALPARAISO	4941	370	2006
Ásia	China	SINOPEC CORPORATION	4924	8.332	2006
Ásia	China	CHINA UNITED TELECOMMUNICATIONS CORP	4812	7.354	2006
Ásia	China	CHINA TELECOM CORP LTD	4813	5.101	2005
Ásia	China	HUANENG POWER INTERNATIONAL INCORPORATED	4911	2.010	2006
Ásia	China	DATANG INTERNATIONAL POWER GENERATION COMPANY LIMITED	4911	1.052	2006
Ásia	China	BIO-TR EAT TECHNOLOGY LTD	4941	581	2006
Ásia	Coreia do Sul	KOREA ELECTRIC POWER CORPORATION - KEPCO	4911	23.960	2006
Ásia	Coreia do Sul	SK TELECOM COMPANY LIMITED	4812	14.732	2006
Ásia	Coreia do Sul	KT CORPORATION	4822	11.511	2006
Ásia	Coreia do Sul	KTFRETEL COMPANY LIMITED	4813	4.489	2006
Ásia	Hong Kong	CHINA MOBILE LIMITED	4812	93.802	2006
Ásia	Hong Kong	CLP HOLDINGS LIMITED	4911	13.977	2006
Ásia	Hong Kong	HONG KONG AND CHINA GAS COMPANY LIMITED (THE)	4924	11.758	2006
Ásia	Hong Kong	CHINA NETCOM GROUP CORPORATION (HONG KONG) LTD	4899	10.672	2006
Ásia	Hong Kong	HONGKONG ELECTRIC HOLDINGS LIMITED	4911	10.570	2006
Ásia	Hong Kong	CHINA UNICOM LIMITED	4899	10.217	2006
Ásia	Hong Kong	HUTCHISON TELECOMMUNICATIONS INTERNATIONAL LTD	4812	6.865	2006
Ásia	Hong Kong	PCCW LIMITED	4899	4.140	2006
Ásia	Hong Kong	GUANGDONG INVESTMENT LTD.	4941	2.251	2006
Ásia	Hong Kong	TOM ONLINE INC.	4813	1.046	2006
Ásia	Índia	NTPC LIMITED	4911	20.536	2005
Ásia	Índia	BHARTI AIRTEL LIMITED	4899	14.517	2005
Ásia	Índia	SUZLON ENERGY LTD.	4911	5.714	2006
Ásia	Índia	NEYVELI LIGNITE CORPORATION LTD	4911	2.954	2006
Ásia	Índia	RELIANCE ENERGY LIMITED	4911	2.712	2006
Ásia	Índia	VIDESH SANCHAR NIGAM LIMITED	4813	2.423	2006
Ásia	Índia	TATA POWER CO	4911	1.916	2006
Ásia	Índia	PETRONET LNG LTD	4924	1.099	2007
Ásia	Índia	TATA TELESERVICES (MAHARASHTRA) LTD	4813	937	2006
Ásia	Índia	INDIAN TELEPHONE INDUSTRIES LTD	4813	523	2006
Ásia	Indonésia	P.T. TELEKOMUNIKASI INDONESIA (PERSERO)	4813	12.088	2005
Ásia	Indonésia	PT PERUSAHAAN GAS NEGARA PERSERO TERBUKA	4932	3.135	2006
Ásia	Indonésia	PT INDOSAT TERBUKA	4813	2.987	2006
Ásia	Indonésia	PT ECELCOMINDO PRATAMA TBK	4812	1.639	2006

Fonte: Datastream WorldScope

Anexo 4 - Empresas seleccionadas para a amostra (2 de 3)

Continente	País	Nome da Empresa	SIC CODE	Market Value 2005 (Milhões USD)	Ano do Annual Report
Ásia	Israel	BEZEQ THE ISRAEL TELECOMMUNICATIONS CORP. LTD.	4813	3.342	2006
Ásia	Israel	PARTNER COMMUNICATIONS COMPANY LIMITED	4812	1.273	2006
Ásia	Israel	ORMAT INDUSTRIES	4911	833	2006
Ásia	Israel	LEADCOM INTEGRATED SOLUTIONS LTD	4813	88	2006
Ásia	Israel	COMMTOUCH SOFTWARE LTD	4822	45	2006
Ásia	Israel	GILAT SATCOM LTD	4899	30	2006
Ásia	Malásia	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4813	8.569	2006
Ásia	Malásia	TENAGA NASIONAL BERHAD	4911	8.470	2006
Ásia	Malásia	MAIS COMMUNICATIONS BHD	4812	5.563	2006
Ásia	Malásia	YTL POWER INTERNATIONAL BERHAD	4941	3.018	2006
Ásia	Malásia	MALAKOFF BERHAD	4911	1.943	2006
Ásia	Malásia	DIGI.COM BERHAD	4813	1.548	2006
Ásia	Malásia	TANJONG PLC	4911	1.543	2006
Ásia	Malásia	TIME DOTCOM BHD	4813	308	2006
Ásia	Malásia	GREEN PACKET BERHAD	4899	198	2006
Ásia	Malásia	MEASAT GLOBAL BERHAD	4899	171	2006
Ásia	Paquistão	PAKISTAN TELECOMMUNICATION COMPANY LIMITED	4813	4.128	2006
Ásia	Paquistão	KARACHI ELECTRIC SUPPLY CORPORATION LIMITED	4911	1.133	2006
Ásia	Paquistão	KOT ADDU POWER CO LTD	4911	714	2006
Ásia	Singapura	SINGAPORE TELECOMMUNICATIONS LIMITED	4813	26.202	2006
Ásia	Singapura	SEMBCORP INDUSTRIES LIMITED	4911	2.877	2006
Ásia	Singapura	STARHUB LTD	4813	2.634	2006
Ásia	Singapura	MOBILEONE LTD	4812	1.255	2006
Ásia	Singapura	KEPPEL TELECOMMUNICATIONS AND TRANSPORTATION LIMITED	4813	432	2006
Ásia	Singapura	K1 VENTURES LIMITED	4924	369	2006
Ásia	Singapura	MEDIARING LIMITED	4899	139	2006
Ásia	Singapura	NERA TELECOMMUNICATIONS LTD	4899	102	2006
Ásia	Singapura	ASIA POWER CORPORATION LIMITED	4911	28	2006
Ásia	Singapura	ONIONTECH LTD	4812	22	2006
Ásia	Tailândia	ADVANCED INFO SERVICE PUBLIC COMPANY LIMITED	4812	7.772	2006
Ásia	Tailândia	TOTAL ACCESS COMMUNICATION PUBLIC COMPANY LIMITED	4812	1.537	2006
Ásia	Tailândia	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDINGS PUBLIC COMPAN	4911	1.450	2006
Ásia	Tailândia	ELECTRICITY GENERATING PUBLIC COMPANY LIMITED	4911	1.040	2005
Ásia	Tailândia	GLOW ENERGY PUBLIC COMPANY LIMITED	4931	831	2006
Ásia	Tailândia	TRUE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED	4899	828	2006
Ásia	Tailândia	TT&T PUBLIC COMPANY LIMITED	4813	241	2006
Ásia	Tailândia	ROJANA INDUSTRIAL PARK PUBLIC COMPANY LIMITED	4911	138	2006
Ásia	Tailândia	SAMART TELCOMS PUBLIC COMPANY LIMITED	4899	73	2006
Ásia	Tailândia	SOLAR TRON PUBLIC COMPANY LIMITED	4911	65	2006
Europa	Alemanha	E.ON AG	4931	71.391	2006
Europa	Alemanha	DEUTSCHE TELEKOM	4813	70.661	2006
Europa	Alemanha	RWE AG	4911	38.513	2006
Europa	Alemanha	VATTENFALL EUROPE AG	4911	10.259	2006
Europa	Alemanha	ENERGIE BADEN-WUERTEMBERG AG	4931	5.791	2006
Europa	Alemanha	GELSENWASSER AG	4941	1.756	2006
Europa	Alemanha	MOBILCOM AKTIENGESELLSCHAFT	4812	1.441	2005
Europa	Alemanha	MVV ENERGIE AG	4911	1.174	2006
Europa	Alemanha	FUNKWERK AG	4812	250	2006
Europa	Alemanha	DRILLISCH AG	4812	174	2006
Europa	Austria	TELEKOM AUSTRIA AG	4822	11.206	2006
Europa	Austria	OESTERREICHISCHE ELEKTRIZITATSWIRTSCHAFTS AG (VERBUNDGES	4911	5.367	2006
Europa	Austria	EVN AKTIENGESELLSCHAFT	4911	3.308	2006
Europa	Bélgica	ELECTRABEL	4911	24.715	2006
Europa	Bélgica	BELGACOM SA	4813	11.757	2006
Europa	Bélgica	MOBIS TAR SA	4899	5.001	2006
Europa	Bélgica	ELIA SYSTEM OPERATOR	4911	1.780	2006
Europa	Bélgica	DISTRIGAZ	4923	533	2006
Europa	Bélgica	ZENITEL	4812	36	2006
Europa	Dinamarca	TDC AS	4813	11.843	2006
Europa	Dinamarca	NESA AS	4911	1.580	2006
Europa	Dinamarca	GREENTECH ENERGY SYSTEMS AS	4911	169	2006
Europa	Espanha	TELEFONICA SA	4813	73.780	2006
Europa	Espanha	TELEFONICA MOVILES SA	4813	45.310	2005
Europa	Espanha	ENDESA SA	4931	27.750	2006
Europa	Espanha	IBERDROLA S.A.	4923	24.555	2006
Europa	Espanha	GAS NATURAL SDG, S.A.	4932	12.497	2006
Europa	Espanha	UNION FENOSA SA	4911	11.296	2006
Europa	Espanha	ENAGAS SA	4924	4.449	2006
Europa	Espanha	SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, S.A.	4941	3.153	2006
Europa	Espanha	JAZZTEL PLC	4899	978	2006
Europa	Espanha	ELECNOR, S.A.	4911	703	2006

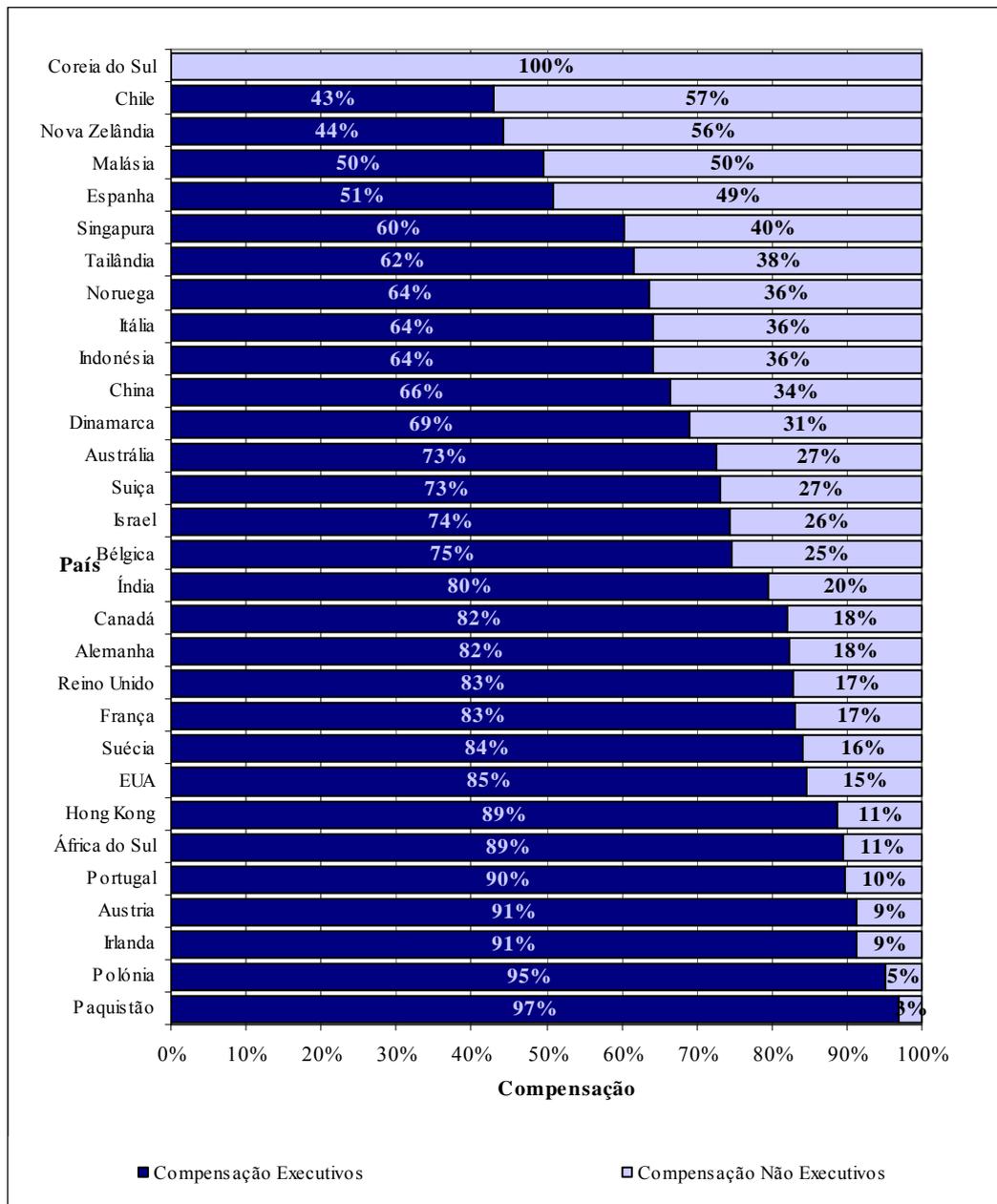
Fonte: Datastream WorldScope

Anexo 5 - Empresas seleccionadas para a amostra (3 de 3)

Continente	País	Nome da Empresa	SIC CODE	Market Value 2005 (Milhões USD)	Ano do Annual Report
Europa	França	ELECTRICITE DE FRANCE	4911	68.738	2006
Europa	França	FRANCE TELECOM	4899	64.397	2006
Europa	França	GAZ DE FRANCE	4924	28.735	2006
Europa	França	VEOLIA ENVIRONNEMENT	4941	18.395	2006
Europa	França	PUBLICIS GROUPE SA	4899	6.836	2006
Europa	França	ILIAD SA	4899	3.298	2006
Europa	França	EUTELSAT COMMUNICATIONS	4899	3.066	2006
Europa	França	AFONE	4899	324	2005
Europa	França	INDE MULTIMEDIA SA	4813	208	2006
Europa	Irlanda	EIRCOM GROUP PLC	4899	2.504	2006
Europa	Irlanda	SMART TELECOM PLC	4813	151	2005
Europa	Itália	ENEL SOCIETA PER AZIONI	4931	48.188	2006
Europa	Itália	TELECOM ITALIA SPA	4813	38.798	2006
Europa	Itália	EDISON SPA	4911	8.381	2006
Europa	Itália	SNAM RETE GAS SPA	4924	8.011	2006
Europa	Itália	TERNA SPA	4911	4.919	2006
Europa	Itália	FASTWEB SPA	4899	3.620	2006
Europa	Itália	AEM SPA	4911	3.419	2006
Europa	Itália	ACEA SPA	4911	2.113	2006
Europa	Itália	TISCALI SPA	4899	1.252	2006
Europa	Itália	ACTELIOS SPA	4911	374	2006
Europa	Noruega	TELENOR GROUP ASA	4813	17.126	2006
Europa	Noruega	HAFSLUND ASA	4911	1.245	2006
Europa	Noruega	NERA ASA	4812	286	2005
Europa	Noruega	NETGENTEL ASA	4813	195	2006
Europa	Noruega	CONSORTE GROUP ASA	4813	32	2006
Europa	Polónia	TELEKOMUNIKACJA POLSKA S.A.	4813	10.057	2006
Europa	Polónia	NETIA S.A.	4813	697	2006
Europa	Portugal	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	4813	11.385	2006
Europa	Portugal	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	4911	11.214	2006
Europa	Portugal	SONAECOM SGPS S.A.	4813	1.280	2006
Europa	Portugal	COFINA SGPS, SA	4899	183	2006
Europa	Reino Unido	VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY	4812	132.757	2007
Europa	Reino Unido	BT GROUP PLC	4813	32.111	2007
Europa	Reino Unido	O2 PLC	4812	29.777	2005
Europa	Reino Unido	NATIONAL GRID PLC	4911	26.476	2007
Europa	Reino Unido	SCOTTISH POWER PLC	4911	17.461	2006
Europa	Reino Unido	CENTRICA PLC	4932	15.857	2006
Europa	Reino Unido	SCOTTISH AND SOUTHERN ENERGY PLC	4931	14.952	2006
Europa	Reino Unido	UNITED UTILITIES PLC	4941	10.049	2007
Europa	Reino Unido	SEVERN TRENT PLC	4941	6.472	2007
Europa	Reino Unido	INTERNATIONAL POWER PLC	4911	6.064	2006
Europa	Suécia	TELIASONERA AB	4813	25.084	2006
Europa	Suécia	TELE2 AB	4813	4.254	2006
Europa	Suécia	GLOCALNET AB	4812	123	2005
Europa	Suécia	CYBERCOM GROUP EUROPE AB	4899	62	2006
Europa	Suiça	SWISSCOM	4813	19.348	2006
Europa	Suiça	AARE-TESSIN AG FUR ELEKTRIZITAT	4931	4.365	2006
Europa	Suiça	BKW FMB ENERGIE AG	4911	3.525	2006
Europa	Suiça	MOTOR-COLUMBUS AG	4911	2.302	2006
Europa	Suiça	ELEKTRIZITATS-GESELLSCHAFT LAUFENBURG AG	4911	1.592	2006
Europa	Suiça	COMPAGNIE VAUDOISE D'ELECTRICITE	4911	1.111	2006
Europa	Suiça	ASCOM HOLDING AG	4822	509	2006
Europa	Suiça	MOBILEZONE HOLDING AG	4813	148	2006
Europa	Suiça	ENERGIE ELECTRIQUE DU SIMPLON SA	4911	67	2006
Oceânia	Austrália	TELSTRA CORPORATION LIMITED	4813	37.023	2006
Oceânia	Austrália	AGL ENERGY LTD	4924	5.757	2006
Oceânia	Austrália	ALINTA LIMITED	4924	2.127	2006
Oceânia	Austrália	SP AUSNET	4911	2.034	2006
Oceânia	Austrália	BABCOCK & BROWN INFRASTRUCTURE GROUP	4931	1.186	2006
Oceânia	Austrália	APA GROUP	4923	818	2006
Oceânia	Austrália	ENVESTRA LIMITED	4924	656	2006
Oceânia	Austrália	ENERGY DEVELOPMENTS LIMITED	4911	440	2006
Oceânia	Austrália	SP TELEMEDIA LIMITED	4813	311	2006
Oceânia	Austrália	IINET LIMITED	4813	150	2006
Oceânia	Nova Zelândia	TELECOM CORPORATION OF NEW ZEALAND LIMITED	4813	8.025	2006
Oceânia	Nova Zelândia	CONTACT ENERGY LTD	4911	2.604	2006
Oceânia	Nova Zelândia	VECTOR LTD	4911	1.784	2006
Oceânia	Nova Zelândia	TRUSTPOWER LIMITED	4911	1.318	2006

Fonte: Datastream WorldScope

Anexo 6 - Compensação do Board of Directors (Executivos/Não-Executivos) por país



Anexo 7 – Compensações Médias por Tipo de Cargo (Executivo e Não-Executivo) por País

Em Milhares de USD		Compensação Média por Director	Administrador Executivo			Administrador Não-Executivo		
Continente	País		Total (Média)	Fixa (Média)	Variável (Média)	Total (Média)	Fixa (Média)	Variável (Média)
África	África do Sul	209	610	256	354	30	30	-
África Total		209	610	256	354	30	30	-
América do Norte	Canadá	414	1.233	446	787	70	70	-
	EUA	1.077	3.203	1.828	1.375	253	88	165
América do Norte Total		745	2.218	1.137	1.081	162	79	82
América do Sul	Chile	84	82	51	16	68	36	31
América do Sul Total		84	82	51	16	68	36	31
Ásia	China	66	95	48	40	33	20	8
	Coreia do Sul	1.007	-	-	-	401	401	-
	Hong Kong	56	125	68	57	12	12	-
	Índia	65	254	154	100	14	7	7
	Indonésia	204	162	38	26	68	-	-
	Israel	211	1.597	138	160	64	25	-
	Malásia	84	310	214	30	31	21	4
	Paquistão	26	241	34	207	1	1	-
	Singapura	219	430	195	173	129	85	14
	Tailândia	40	83	26	10	24	8	8
Ásia Total		125	266	114	78	55	37	6
Europa	Alemanha	279	1.049	523	527	70	38	32
	Austria	176	678	273	231	19	13	-
	Bélgica	211	1.121	789	333	43	39	4
	Dinamarca	573	279	190	70	41	21	-
	Espanha	1.009	1.682	1.029	653	87	64	22
	França	198	1.336	682	654	32	25	7
	Irlanda	449	1.000	613	387	104	104	-
	Itália	366	2.001	886	1.114	116	105	11
	Noruega	286	448	381	68	33	33	-
	Polónia	288	578	578		22	22	-
	Portugal	555	1.360	424	936	153	93	60
	Reino Unido	732	1.682	1.051	632	170	166	4
	Suécia	552	3.342	2.584	759	93	49	44
	Suiça	318	653	469	21	97	76	-
Europa Total		432	1.355	769	564	84	67	13
Oceânia	Austrália	538	1.212	448	763	90	90	-
	Nova Zelândia	53	262	152	110	37	47	-
Oceânia Total		426	1.054	399	654	78	83	0
Total da Amostra		335	978	512	431	80	56	18

Nota: A compensação média nem sempre corresponde à soma das duas componentes de compensação (fixa e variável). Algumas das empresas em questão apresentam apenas o total de compensação paga, não apresentando o detalhe, e desagregação da mesma.

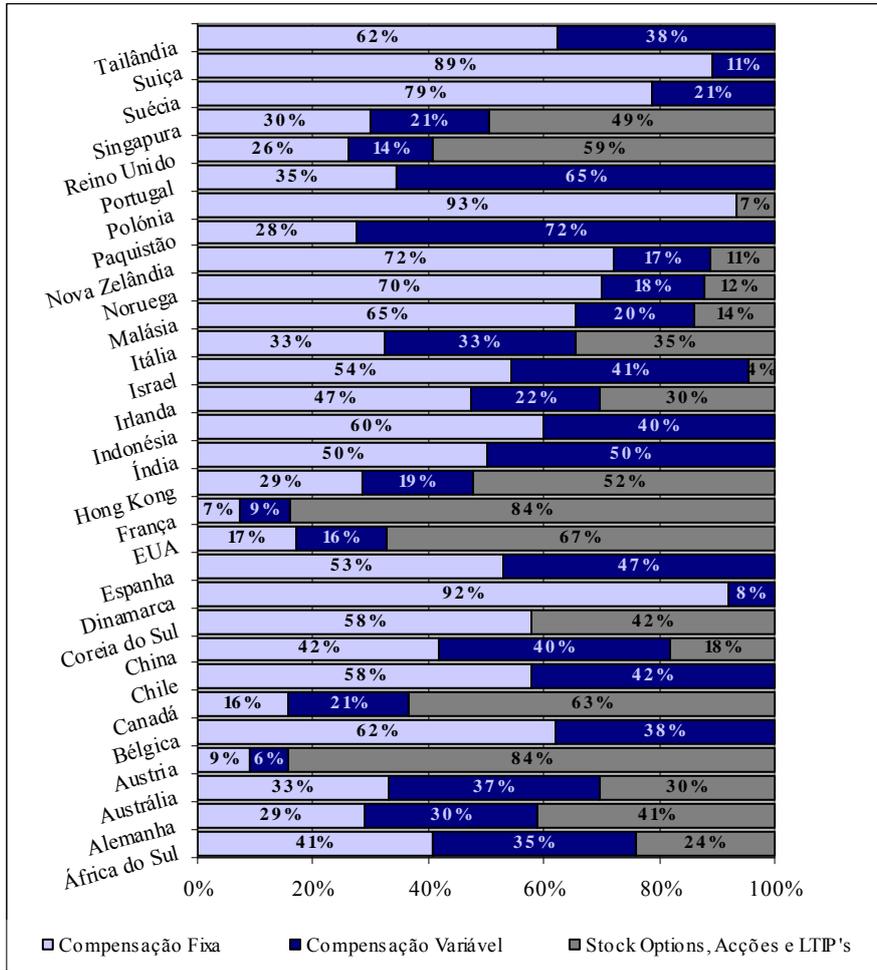
Anexo 8 – Comparação entre a Compensação Média dos Administradores e do CEO

Em Milhares de USD		Compensação do Administrador (Média)	Compensação Administrador		Compensação CEO (Média)	Compensação CEO face à Compensação Total
Continente	País		Executivo (Média)	Não-Executivo (Média)		
Africa	África do Sul	209	610	30	914	34%
África Total		209	610	30	914	34%
América do Norte	Canadá	414	1.233	70	2.039	35%
	EUA	1.077	3.203	253	5.679	32%
América do Norte Total		745	2.218	162	4.180	33%
América do Sul	Chile	84	82	68	-	-
América do Sul Total		84	82	68	-	-
Ásia	China	66	95	33	194	16%
	Coreia do Sul	1.007		401	-	-
	Hong Kong	56	125	12	199	38%
	Índia	65	254	14	482	45%
	Indonésia	204	162	68	170	10%
	Israel	211	1.597	64	2.600	69%
	Malásia	84	310	31	172	33%
	Paquistão	26	241	1	172	76%
	Singapura	219	430	129	688	38%
Tailândia	40	83	24	33	15%	
Ásia Total		125	266	55	370	36%
Europa	Alemanha	279	1.049	70	2.534	34%
	Austria	176	678	19	-	-
	Bélgica	211	1.121	43	720	51%
	Dinamarca	573	279	41	1.024	23%
	Espanha	1.009	1.682	87	1.997	25%
	França	198	1.336	32	865	59%
	Irlanda	449	1.000	104	175	3%
	Itália	366	2.001	116	1.412	39%
	Noruega	286	448	33	626	15%
	Polónia	288	578	22	-	-
	Portugal	555	1.360	153	792	19%
	Reino Unido	732	1.682	170	3.015	34%
Suécia	552	3.342	93	1.311	26%	
Suiça	318	653	97	806	43%	
Europa Total		432	1.355	84	1.671	34%
Oceânia	Austrália	538	1.212	90	2.215	32%
	Nova Zelândia	53	262	37	180	52%
Oceânia Total		426	1.054	78	1.706	36%
Total da Amostra		335	978	80	1.524	35%

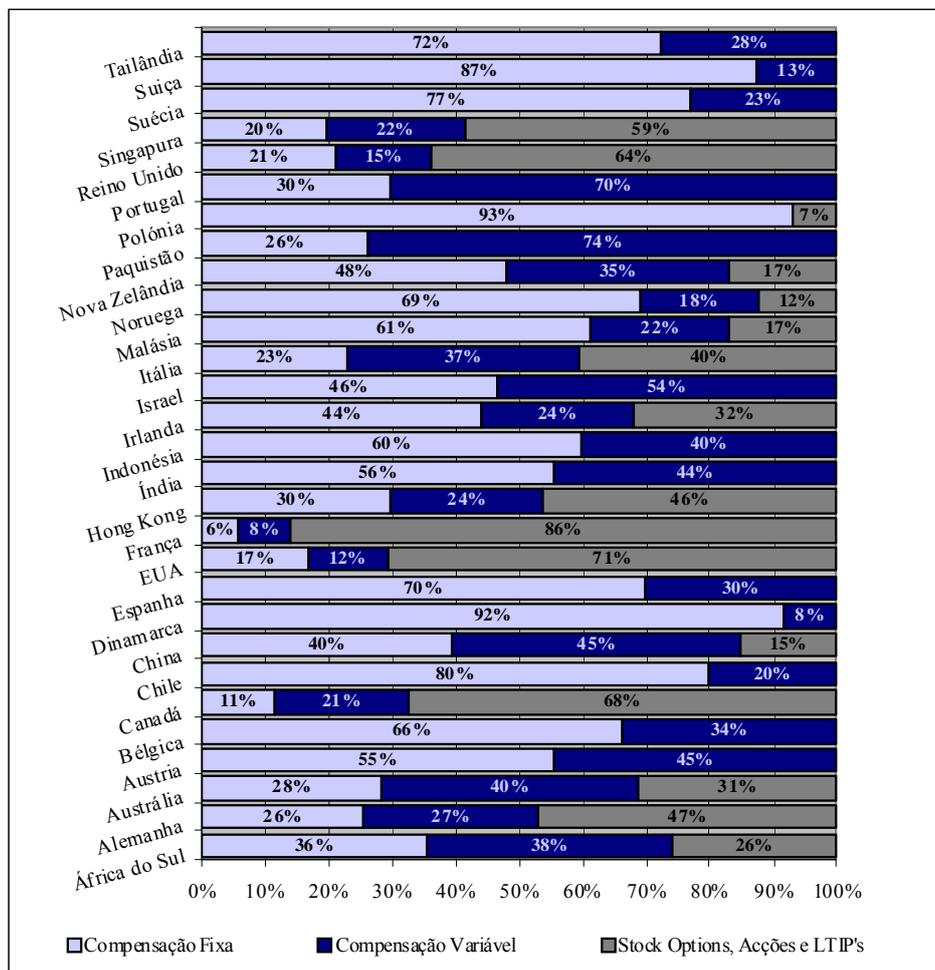
Anexo 9 – Tipos de Compensação do Board of Directors por País

Em Milhares de USD		(Média)	(Média)	(Média)	(Média)	(Média)
Continente	País	Compensação Fixa Total	Compensação Variável Total	LTIP's Total	Acções Total	Stock Options Total
Africa	África do Sul	1.618	1.405	-	-	949
África Total		1.618	1.405	-	-	949
América do Norte	Canadá	3.066	4.116	2.257	3.500	6.709
	EUA	10.982	10.042	13.800	23.287	5.873
América do Norte Total		7.024	7.079	10.652	16.691	6.319
América do Sul	Chile	1.550	1.124	-	-	-
América do Sul Total		1.550	1.124	-	-	-
Ásia	China	631	604	-	273	-
	Coreia do Sul	4.811	-	-	-	3.524
	Hong Kong	475	314	-	225	642
	Índia	477	474	-	-	-
	Indonésia	458	307	-	-	-
	Israel	845	638	-	-	68
	Malásia	578	181	-	124	-
	Paquistão	79	208	-	-	-
	Singapura	1.405	972	-	2.154	171
	Tailândia	513	308	-	-	-
Ásia Total		750	464	-	1.077	1.009
Europa	Alemanha	2.985	3.063	4.225	-	-
	Austria	2.089	1.464	-	-	19.349
	Bélgica	1.968	1.198	-	-	-
	Dinamarca	9.287	821	-	-	-
	Espanha	3.247	2.878	-	-	-
	França	1.385	1.645	13.600	-	2.464
	Irlanda	4.072	1.936	-	2.615	-
	Itália	2.490	2.520	2.643	-	-
	Noruega	3.313	852	-	-	573
	Polónia	3.041	-	219	-	-
	Portugal	3.728	7.026	-	-	-
	Reino Unido	5.141	2.837	8.133	244	3.224
	Suécia	3.076	829	-	-	-
	Suiça	5.121	619	-	-	-
Europa Total		3.353	2.479	6.660	1.429	4.000
Oceânia	Austrália	2.867	3.191	-	2.111	527
	Nova Zelândia	475	110	-	20	54
Oceânia Total		2.469	2.677	-	1.762	448
Total da Amostra		2.853	2.449	8.286	7.704	3.740

Anexo 10 – Tipos de Compensação do Board of Directors por País

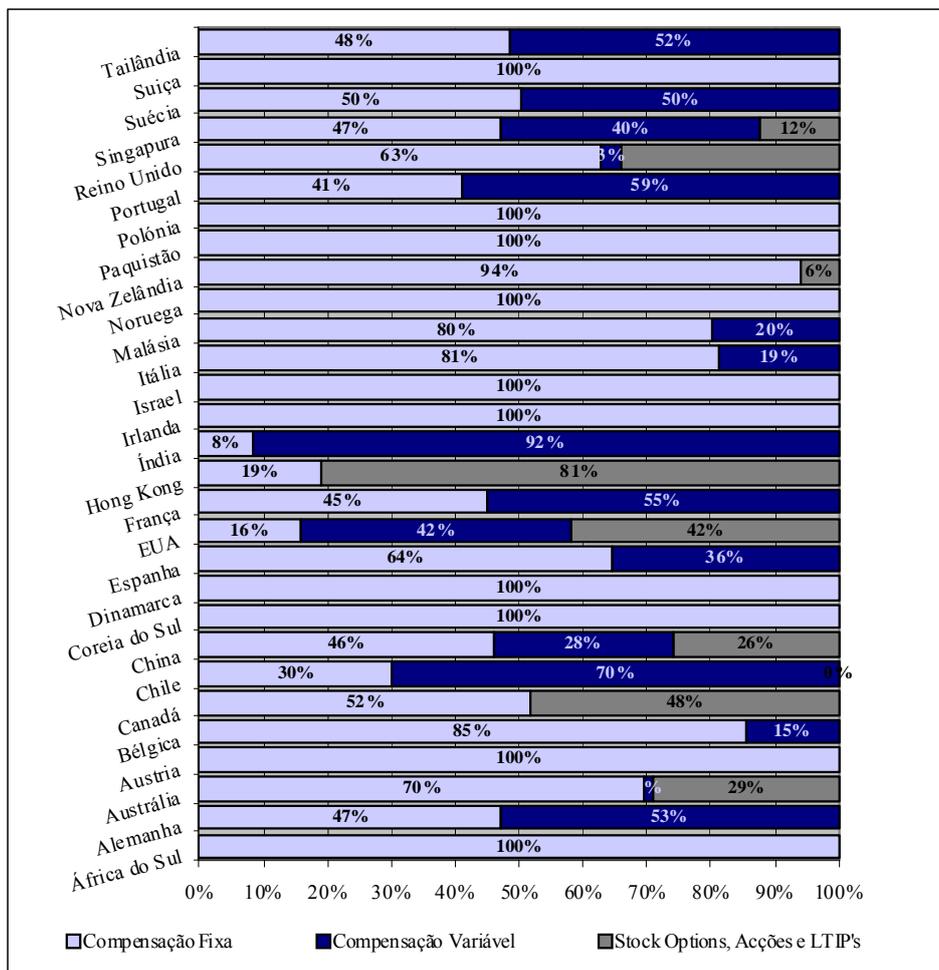


Anexo 11 - Tipos de Compensação dos Membros Executivos do Board of Directors por País



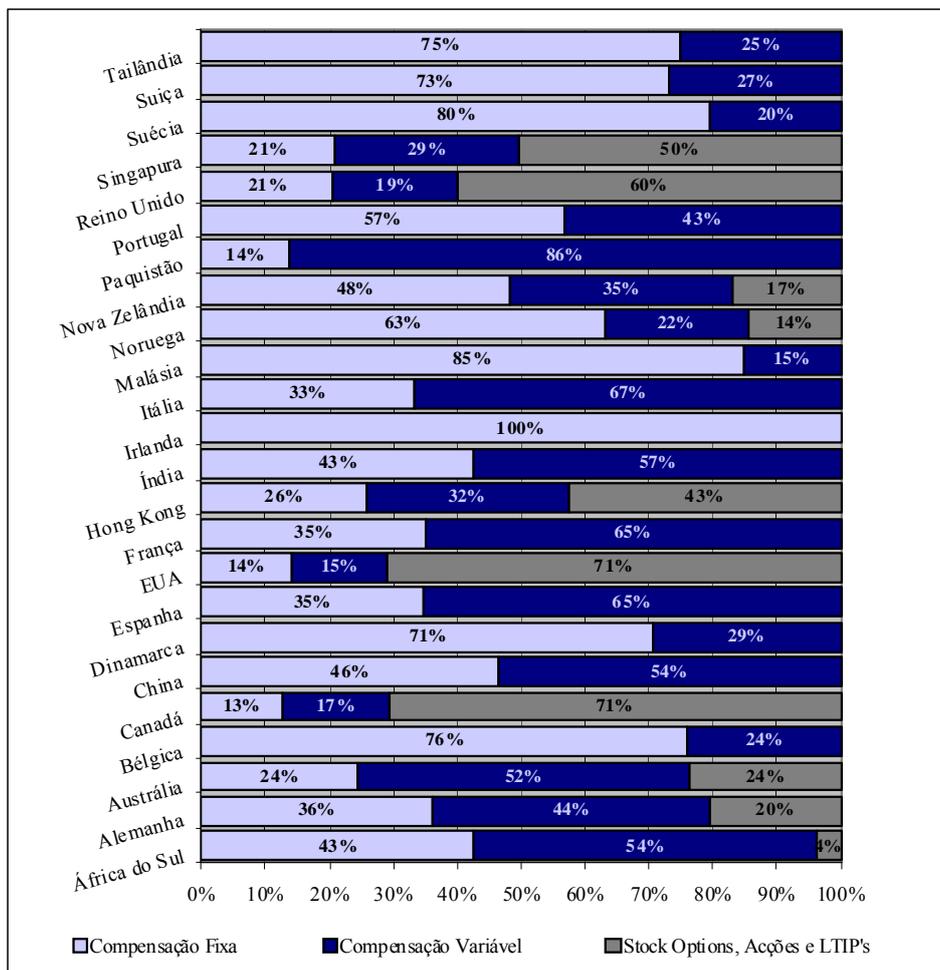
Nota: A Coreia do Sul não apresentou a desagregação da compensação dos membros Executivos do BoD nas empresas seleccionadas para a amostra.

Anexo 12 - Tipos de Compensação dos Membros Não-Executivos do Board of Directors por País



Nota: A Indonésia não apresentou a desagregação da compensação dos membros Não-Executivos do BoD nas empresas seleccionadas para a amostra.

Anexo 13 - Tipos de Compensação dos CEO's por País



Nota: Austria, Chile, Coreia do Sul, Indonésia, Israel e Polónia não apresentaram a desagregação da compensação dos CEO's nas empresas seleccionadas para a amostra.

Anexo 14 – Coeficiente de Correlação entre Compensação do BoD (Membros Executivos, Não-Executivos e CEO) e a Dimensão da Empresa (Market Value e Total Sales) por Continente

Compensação dos Membros Executivos do BoD

	Market Value				Total Sales			
	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	0,89	0,82	0,78	0,94	0,95	0,82	0,73	0,89
América do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	-0,03	0,04	0,08	-	-0,10	0,04	-0,05	-
Europa	0,06	0,04	0,00	0,57	0,15	0,04	0,14	0,21
Oceânia	0,27	0,88	0,24	-	0,52	0,88	0,49	-
Total	0,24	0,27	0,16	0,40	0,26	0,27	0,18	0,42

Compensação dos Membros Não-Executivos do BoD

	Market Value				Total Sales			
	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	0,66	0,42	-	0,75	0,88	0,62	-	0,62
América do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	0,00	0,00	0,56	-	-0,04	-0,01	-0,14	-
Europa	0,28	0,39	0,27	-	0,33	0,47	0,40	-
Oceânia	0,18	0,18	-	-	0,19	0,23	-	-
Total	0,24	0,29	0,35	0,25	0,27	0,29	0,29	0,55

Compensação do CEO

	Market Value				Total Sales			
	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	0,80	0,46	0,81	0,81	0,70	0,27	0,80	0,93
América do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	0,01	0,01	0,02	-	-0,08	-0,07	-0,05	-
Europa	0,72	0,59	0,68	-	0,63	0,51	0,62	-
Oceânia	0,50	0,98	-	-	0,67	0,87	-	-
Total	0,46	0,40	0,38	0,28	0,53	0,43	0,49	0,41

Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 10 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente.

Anexo 15 – Correlações entre a estrutura e a dimensão do BoD, e Market Value e Total Sales por país

Continentes	País	Market Value		Total Sales	
		Dimensão do Board of directors	Índice de Monitorização	Dimensão do Board of directors	Índice de Monitorização
África	África do Sul	0,59	-0,59	-	-
América do Norte	Canadá	0,64	-0,50	0,65	-0,51
	EUA	0,73	0,04	0,73	-0,17
América do Sul	Chile	-0,08	-0,25	0,20	0,44
Ásia	China	-	-	-	-
	Coreia do Sul	-	-	-	-
	Hong Kong	0,00	0,69	-0,02	0,68
	Índia	0,52	-0,45	0,33	0,05
	Indonésia	-	-	-	-
	Israel	-	-	-	-
	Malásia	-0,01	-0,20	0,26	-0,40
	Paquistão	-	-	-	-
	Singapura	0,60	0,24	0,72	0,17
	Tailândia	-0,10	-0,24	-0,23	-0,60
Europa	Alemanha	0,62	-0,27	0,63	-0,29
	Austria	-	-	-	-
	Bélgica	-	-	-	-
	Dinamarca	-	-	-	-
	Espanha	0,25	0,45	0,20	0,42
	França	0,63	-0,51	0,59	-0,56
	Irlanda	-	-	-	-
	Itália	0,71	-0,19	0,85	-0,27
	Noruega	-	-	-	-
	Polónia	-	-	-	-
	Portugal	-	-	-	-
	Reino Unido	0,60	-0,60	0,62	-0,64
	Suécia	-	-	-	-
Suiça	0,38	0,26	0,15	0,41	
Oceânia	Austrália	0,34	0,27	0,07	0,20
	Nova Zelândia	-	-	-	-
Total		0,22	-0,05	0,39	-0,14

Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 5 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente. Destacam-se os coeficientes de correlação iguais ou superiores a 75%.

Anexo 16 - Correlações entre a Compensação do BoD, e Market Value e Total Sales por país

Continente	País	Market Value				Total Sales		
		Compensação Total	Compensação Fixa	Compensação Variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Fixa	Compensação Variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	África do Sul	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	Canadá	0,35	0,37	0,28	0,66	0,27	0,20	0,19
	EUA	0,84	0,80	0,87	0,88	0,95	0,98	0,84
América do Sul	Chile	-0,27	-	-	-	-	-	-
Ásia	China	-	-	-	-	-	-	-
	Coreia do Sul	-	-	-	-	-	-	-
	Hong Kong	-0,22	-0,20	-0,27	-	-0,05	-0,17	0,01
	Índia	0,94	0,79	0,95	-	0,21	0,36	0,31
	Indonésia	-	-	-	-	-	-	-
	Israel	-	-	-	-	-	-	-
	Malásia	0,00	0,16	0,02	-	0,08	-0,16	0,00
	Paquistão	-	-	-	-	-	-	-
	Singapura	0,67	0,83	0,82	-	0,68	0,70	0,59
Tailândia	0,40	-	-	-	-	-	-	
Europa	Alemanha	0,87	0,75	0,86	-	0,74	0,79	0,77
	Austria	-	-	-	-	-	-	-
	Bélgica	-	-	-	-	-	-	-
	Dinamarca	-	-	-	-	-	-	-
	Espanha	-0,31	0,12	-0,20	-	0,07	-0,32	-0,66
	França	-0,25	-0,15	-0,37	-	0,06	-0,31	-0,11
	Irlanda	-	-	-	-	-	-	-
	Itália	0,55	0,43	0,46	-	0,57	0,66	0,39
	Noruega	-	-	-	-	-	-	-
	Polónia	-	-	-	-	-	-	-
	Portugal	-	-	-	-	-	-	-
	Reino Unido	0,15	0,42	-0,40	0,94	0,60	-0,14	0,52
Suécia	-	-	-	-	-	-	-	
Suiça	0,59	0,88	-	-	0,82	-	-	
Oceânia	Austrália	0,53	0,90	0,22	0,70	0,78	0,46	0,53
	Nova Zelândia	-	-	-	-	-	-	-
Total		0,27	0,30	0,24	0,39	0,32	0,27	0,40

Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 5 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente. Destacam-se os coeficientes de correlação iguais ou superiores a 75%.

Anexo 17 - Correlações entre a Compensação dos membros Executivos do BoD, e Market Value e Total Sales por país

Continente	País	Market Value				Total Sales			
		Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	África do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	Canadá	0,43	0,67	0,28	0,67	0,35	0,65	0,20	0,49
	EUA	0,90	0,80	0,95	0,94	0,96	0,95	0,84	0,86
América do Sul	Chile	-	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	China	-	-	-	-	-	-	-	-
	Coreia do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
	Hong Kong	-0,36	-0,19	-0,27	-	-0,31	-0,07	-0,17	-
	Índia	0,96	0,81	0,97	-	0,42	0,25	0,51	-
	Indonésia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Israel	-	-	-	-	-	-	-	-
	Malásia	0,48	-0,04	-0,15	-	0,62	-0,22	-0,33	-
	Paquistão	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapura	0,26	0,68	0,71	-	0,56	0,53	0,61	-	
Taiândia	0,18	-	-	-	0,30	-	-	-	
Europa	Alemanha	0,72	0,48	0,83	-	0,70	0,51	0,75	-
	Austria	-	-	-	-	-	-	-	-
	Bélgica	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dinamarca	-	-	-	-	-	-	-	-
	Espanha	-	-0,25	-0,45	-	-	-0,32	-0,59	-
	França	-0,10	-0,19	-0,37	-	0,16	-0,05	-0,32	-
	Irlanda	-	-	-	-	-	-	-	-
	Itália	0,38	0,42	0,46	-	0,56	0,55	0,64	-
	Noruega	-	-	-	-	-	-	-	-
	Polónia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-
	Reino Unido	0,25	0,24	-0,40	0,98	0,50	0,46	-0,14	0,92
Suécia	-	-	-	-	-	-	-	-	
Suiça	0,79	0,88	-	-	0,72	0,87	-	-	
Oceânia	Austrália	0,25	0,89	0,22	0,70	0,49	0,78	0,46	0,88
	Nova Zelândia	-	-	-	-	-	-	-	-
Total		0,24	0,27	0,16	0,40	0,26	0,28	0,18	0,42

Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 5 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente. Destacam-se os coeficientes de correlação iguais ou superiores a 75%.

Anexo 18 - Correlações entre a Compensação dos membros Não-Executivos do BoD, e Market Value e Total Sales por país

Continente	País	Market Value				Total Sales			
		Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Ações e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Ações e LTIP's
África	África do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	Canadá	-0,53	-0,28	-	-	-0,34	-0,09	-	-
	EUA	0,70	0,67	0,74	0,74	0,92	0,87	0,93	0,60
América do Sul	Chile	-0,27	-0,05	-	-	-0,16	-0,49	-	-
Ásia	China	-	-	-	-	-	-	-	-
	Coreia do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
	Hong Kong	-0,12	-0,17	-	-	0,07	0,01	-	-
	Índia	-0,02	-0,53	-	-	-0,33	-0,36	-	-
	Indonésia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Israel	-	-	-	-	-	-	-	-
	Malásia	0,58	0,45	0,92	-	0,68	0,77	0,72	-
	Paquistão	-	-	-	-	-	-	-	-
	Singapura	0,50	0,70	-	-	0,54	0,62	-	-
Taiilândia	0,85	-	-	-	0,82	-	-	-	
Europa	Alemanha	0,83	0,91	0,62	-	0,75	0,83	0,54	-
	Austria	-	-	-	-	-	-	-	-
	Bélgica	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dinamarca	-	-	-	-	-	-	-	-
	Espanha	-	-	-	-	-	-	-	-
	França	-0,62	-0,29	-	-	-0,25	0,17	-	-
	Irlanda	-	-	-	-	-	-	-	-
	Itália	0,07	0,44	-	-	0,27	0,61	-	-
	Noruega	-	-	-	-	-	-	-	-
	Polónia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-
	Reino Unido	0,43	0,89	-	-	0,24	0,72	-	-
	Suécia	-	-	-	-	-	-	-	-
Suiça	0,81	0,87	-	-	0,49	0,44	-	-	
Oceânia	Austrália	0,10	0,15	-	-	0,18	0,10	-	-
	Nova Zelândia	-	-	-	-	-	-	-	-
Total		0,24	0,29	0,35	0,25	0,27	0,29	0,29	0,55

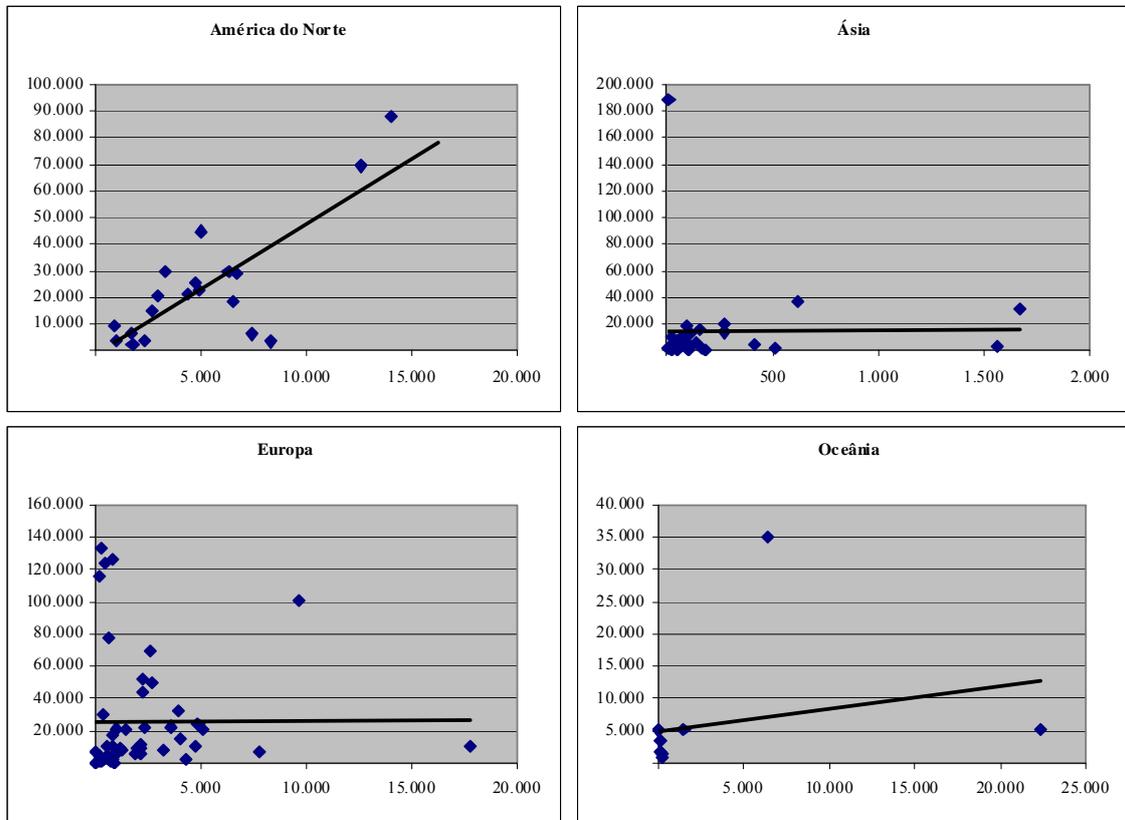
Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 5 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente. Destacam-se os coeficientes de correlação iguais ou superiores a 75%.

Anexo 19 - Correlações entre a Compensação dos CEO's, e Market Value e Total Sales por país

Continente	País	Market Value				Total Sales			
		Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's	Compensação Média	Compensação fixa	Compensação variável	Stock Options, Acções e LTIP's
África	África do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
América do Norte	Canadá	-0,07	0,48	-0,22	0,60	-0,14	0,50	-0,30	0,75
	EUA	0,77	0,07	0,92	0,76	0,63	-0,13	0,87	0,92
América do Sul	Chile	-	-	-	-	-	-	-	-
Ásia	China	-	-	-	-	-	-	-	-
	Coreia do Sul	-	-	-	-	-	-	-	-
	Hong Kong	-0,33	-0,27	-0,45	-	-0,29	-0,18	-0,42	-
	Índia	0,97	0,97	0,97	-	0,79	0,78	0,86	-
	Indonésia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Israel	-	-	-	-	-	-	-	-
	Malásia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Paquistão	-	-	-	-	-	-	-	-
	Singapura	0,21	0,13	0,24	-	0,28	0,32	0,26	-
Tailândia	-	-	-	-	-	-	-	-	
Europa	Alemanha	0,83	0,84	0,74	-	0,81	0,88	0,69	-
	Austria	-	-	-	-	-	-	-	-
	Bélgica	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dinamarca	-	-	-	-	-	-	-	-
	Espanha	-	-	-	-	-	-	-	-
	França	-	-	-	-	-	-	-	-
	Irlanda	-	-	-	-	-	-	-	-
	Itália	-0,33	-0,64	-	-	-0,21	-0,61	-	-
	Noruega	-	-	-	-	-	-	-	-
	Polónia	-	-	-	-	-	-	-	-
	Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-
	Reino Unido	0,88	0,36	0,95	-	0,84	0,41	0,86	-
	Suécia	-	-	-	-	-	-	-	-
Suiça	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oceânia	Austrália	0,47	0,99	0,11	-	0,65	0,87	0,34	-
	Nova Zelândia	-	-	-	-	-	-	-	-
Total		0,46	0,40	0,38	0,28	0,53	0,43	0,49	0,41

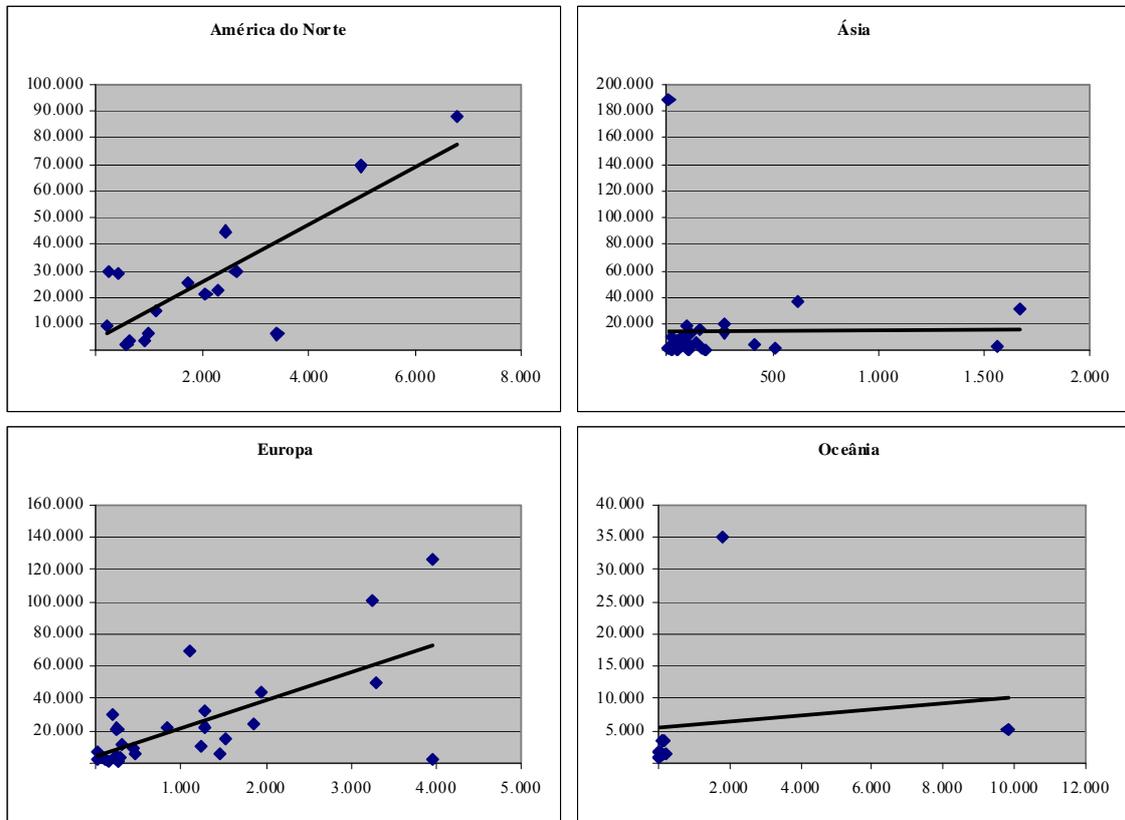
Nota: Foram consideradas apenas as correlações entre as diversas variáveis que contemplam pelo menos 5 ocorrências (empresas com dados sobre a compensação) por continente. Destacam-se os coeficientes de correlação iguais ou superiores a 75%.

Anexo 20 – Gráficos de Dispersão da compensação Variável dos membros Executivos do BoD vs Market Value por continente



Nota: Valores no eixo vertical dizem respeito ao Market Value (em Milhões de USD). No eixo horizontal está representada a compensação Variável dos membros Executivos do BoD (em Milhares de USD).

Anexo 21 - Gráficos de Dispersão da compensação Variável do CEO vs Market Value por continente



Nota: Valores no eixo vertical dizem respeito ao Market Value (em Milhões de USD). No eixo horizontal está representada a compensação Variável do CEO (em Milhares de USD).