



Remuneração dos Executivos das Companhias Estatais e Privadas de Energia Elétrica com Maiores Ativos Listadas na BM&FBOVESPA

Executive Compensation in the Largest State-Owned and Private Electric Power Companies Listed on the BM&FBOVESPA Stock Exchange

Paulo Paganoto Tinoco¹, Gustavo Afonso Santi Rossi²,
Guilherme Teixeira Portugal³

RESUMO

O mercado trabalha ofertando diversas formas de remuneração aos executivos. A política de remuneração entra como um importante instrumento de motivação por parte das empresas, com fito na otimização dos resultados e no atingimento de metas. Devido à importância da atenção dada à remuneração de altos executivos do mercado, este trabalho teve como objetivo discutir como são materializadas as formas de remuneração das 4 maiores empresas estatais e 4 maiores empresas privadas do setor energético. Para concluir os objetivos de pesquisa, foram analisados os anexos 24, na seção 13 dos relatórios de referência, da Instrução Normativa CVM nº 480/2009, das empresas e foram investigadas as abordagens dadas por cada companhia ao tema de remuneração dos executivos. Os resultados do estudo revelaram que entre as diferenças encontradas estão uma proporção maior de remuneração aos executivos por meio de remuneração fixa nas empresas de controle estatal, enquanto nas companhias de controle privado observa-se um maior equilíbrio. Além disso, as companhias de controle privado remuneram um valor maior do que as companhias de controle estatal. Apesar de na teoria os objetivos das empresas privadas e das empresas estatais serem diferentes, tais características não se manifestam de maneira relevante na composição das remunerações, sendo grande parte composta por remuneração fixa, benefícios e bônus (PLR) e apenas uma companhia privada realizando remuneração por meio de ações.

Palavras-chave: Remuneração de Executivos; Formas de Remuneração.

ABSTRACT

Various forms of executive compensation can be found in the marketplace. Remuneration policy serves companies as an important motivation tool for optimizing results and achieving goals. Given the importance attributed to the remuneration of senior executives, this study investigates the forms taken by remuneration in the 4 largest state-owned companies and four major private companies of the electric energy sector in Brazil. To attend the research

¹ Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ – Rua São Francisco Xavier, 524, 9º Andar, Bloco E, Maracanã, CEP 20550-013, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - pauloptrj@gmail.com

² Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - gustavo.rossi1@gmail.com

³ Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - guilhermeportugal@uol.com

objectives established, we examined Annex 24 to section 13 of the reports required by CVM Instruction 480/2009, in which companies provide information on remuneration of their executives. Findings reveal a greater proportion of fixed executive remuneration in state-owned enterprises, while a greater balance between fixed and variable remuneration was found in privately owned firms. In addition, privately held companies provide higher executive remuneration than state-owned companies. Although the theory suggests differences in the objectives of privately-held and state-owned enterprises, such differences were not manifested in a relevant way in the composition of executive remuneration, which was found to be largely comprised of fixed remuneration, benefits and bonuses (PLR). Only one private company pays remuneration based on performance, in the form of shares.

Keywords: *Executive Compensation; Compensation forms.*

1 INTRODUÇÃO

Um assunto que ganhou proporção mundial, principalmente após a crise de 2008, foi a remuneração dos altos executivos. Constatou-se o recebimento de quantias volumosas pagas a executivos americanos a título de remuneração, mesmo eles apresentando resultados de produtividades insatisfatórios.

Anthony e Govindarajan (2002) destacam algumas opções de remunerações como tipos de incentivos; tamanho do bônus relativo ao salário; bônus baseado em lucros da unidade de negócio, da empresa ou combinação dos dois; critério de desempenho; conceito de determinação de bônus; conceito da determinação de bônus; e formas do pagamento de bônus.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução Normativa nº 480/2009, passando a exigir, a partir de 2010, das empresas de capital aberto o preenchimento e a divulgação das informações das remunerações dos executivos com maior riqueza e detalhe, de acordo com o estabelecido na sessão 13 do anexo 24 (Formulário de Referência) da referida Instrução.

Cada empresa possui seus valores balizados no cumprimento de suas missões. Neste contexto, diferentes políticas de incentivos e remuneratórias são adotadas para os executivos, visando, na maioria das vezes, ao atendimento de determinados objetivos e metas corporativas.

No Brasil, o mercado do setor elétrico é composto de sociedades com ações em bolsa de valores, onde há companhias em que o Estado detém a maioria do capital votante – Empresas de Economia Mista (EEM) – e outras em que o capital privado tem o controle acionário. Considerando a influência política nas EEM e o comportamento do mercado cada vez mais acirrado e competitivo, os incentivos financeiros influenciam no comportamento das pessoas na busca das metas da organização. Assim, pergunta-se: Como se dá a forma de remuneração dos executivos do setor elétrico, entre as companhias com maior Ativo total, controladas pelo Estado e as sem controle estatal?

Desta forma, o presente trabalho objetiva analisar a composição da remuneração dos executivos das quatro companhias privadas e estatais do setor elétrico com maior Ativo total negociadas na BM&FBOVESPA, totalizando uma amostra de oito entidades. Justifica-se este estudo pela necessidade de se diagnosticar e detalhar, de maneira comparativa, a aplicação da remuneração dos executivos nas empresas de controles estatais e privadas do setor elétrico, investigando a existência de possíveis diferenças significativas, das quais pudessem influenciar, dentre outros, nos fatores corporativos e motivacionais da instituição.

O estudo sobre o tema é muito comum no setor bancário. Entretanto, o presente estudo visa contribuir por meio da geração de conhecimento sobre o tema no setor elétrico brasileiro que, apesar de possuir regulação pelo Estado, assim como o setor bancário, passou por mudanças após a promulgação da nova lei de concessões do setor elétrico, em 2012, que estabeleceu novas regras ao setor ocasionando mudanças na capacidade das concessionárias de renovar seus contratos de concessão, o que gera discussão no setor.

A primeira parte do artigo se apresenta com a Introdução, em que foi feito um breve relato sobre a importância da discussão em torno do tema remuneração de executivos. Na segunda parte encontra-se o referencial teórico sobre a remuneração de executivo, onde também é abordada a teoria da agência, formas de remuneração de executivos e as diferenças nas remunerações entre entidades públicas e privadas. Na sequência expõe-se a metodologia e os resultados achados na pesquisa com a apresentação do estudo. Na parte final relata-se a conclusão da pesquisa seguida pelas referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Remuneração dos Executivos e a Teoria da Agência

Os administradores possuem diversos deveres com a companhia, sendo o primeiro de todos o de bem administrá-la, agindo com competência, eficiência e honestidade como se estivesse a cuidar de seu próprio negócio (Borba, 2010). Apesar disso, na visão de Krauter e Sousa (2009), “o sistema de remuneração é um mecanismo importante que, além de estimular a busca por desempenho superior, alinha o comportamento das pessoas com os objetivos estratégicos da empresa”.

Porém, nos últimos anos a busca por informações a respeito da remuneração de executivos tem despertado cada vez mais atenção por parte das empresas, investidores e outros interessados, grande parte devido a escândalos pelo pagamento de volumosos valores aos executivos, mesmo em empresas com resultados deficitários (Araujo, 2012; Ferreira, 2012; Vasconcelos & Monte, 2013). Para o Sun (2012), o contrato de remuneração dos executivos foi feito pra incentivar o gerenciamento de resultados.

A literatura aborda frequentemente esse tema através da teoria da agência. Custos de agência gerenciais estão no cerne da teoria da remuneração dos executivos (Walker, 2010). A teoria da agência explica que a separação de propriedade e controle gera possibilidades de conflito entre agente e principal, no qual o agente tende a adotar medidas que beneficiem a si como aumento de remuneração e outros aspectos como poder e reconhecimento, ao invés de medidas em favor do principal (Beuren & Silva, 2012; Vasconcelos & Monte, 2013; Theiss & Beuren, 2014). Anjos, Tavares, Monte e Lustosa (2015) afirmam que, “Logo, os gestores não se preocupariam em criar valor para os acionistas, mas principalmente para si próprios”.

Para diminuir os riscos em relação às atitudes dos agentes, uma das formas é por meio de remunerar o agente de maneira a implementar ações buscando os objetivos do principal (Vasconcelos & Monte, 2013; Beuren, Silva & Mazzioni, 2014). Vasconcelos e Monte (2013) afirmam que cada empresa estrutura seu sistema de remuneração sob dois aspectos, que seriam procurando minimizar os problemas de agência e outro a adequação aos seus resultados financeiros. Castilho (2015) assegura que “a forma mais eficiente de minimizar os conflitos entre agente e principal, são os incentivos ligados à remuneração variável”. Entretanto, Silva (2010) alerta que “apesar de a remuneração ser importante ferramenta capaz

de alinhar os objetivos de executivos e acionistas, ela pode contribuir para aumentar os custos de agência sob má administração”.

Sendo assim, remuneração é um importante e complexo sistema a ser gerido pela administração de recursos humanos, que busca melhorar cada vez mais o desempenho e alinhar o comportamento das pessoas com os objetivos da empresa (Krauter & Souza, 2009). Murphy (1999) aponta que os salários de CEOs são fortemente correlacionados com o tamanho da empresa, que aumenta com o forte desempenho do preço das ações. A remuneração pode ser afetada por diversas variáveis, o que torna um complexo tema (Chen, 2012). Para De Castro (2010) diversas maneiras de remuneração foram criadas para atender aos anseios dos executivos e administradores; a remuneração pode ser entendida como uma contraprestação por serviços prestado em favor da companhia onde trabalham.

Jensen e Murphy (1990) e Sampaio (2009) afirmam que a política de remuneração dos executivos deve ter na sua essência os incentivos necessários para que os executivos atuem na busca pela maximização dos resultados com fito à redução de problemas de agência. De forma similar De Castro (2010) salienta que a remuneração tem em sua função de agente o balizamento dos seus atos de acordo com os interesses dos acionistas.

Ainda De Castro (2010) entende que apenas os valores não garantem o alinhamento entre agente e principal, sendo mais importante a forma como eles são pagos através de critérios claros para a premiação, tornando fundamental a compreensão e o detalhamento dos planos de remuneração para os administradores.

2.2 Formas de Remuneração de Executivos

A fim de atrair e reter gestores eficazes, as empresas devem fornecer um pacote competitivo tanto em termos de quantidade de pagamento e tipo de remuneração (Walker, 2010). A remuneração se dá sob a forma de salários, bônus de curto e longo prazo e opções de ações (Rappaport, 2001). Neste contexto, remuneração fixa corresponde a simples prestação de serviços por parte dos administradores da companhia, enquanto a parcela variável é paga pelos resultados atingidos, sendo a parcela variável participação nos lucros, bônus e demais valores a serem deliberados (De Castro, 2010). Já na visão de Castilho (2015), “remuneração fixa é o valor pré-estabelecido em acordo, entre empresa e empregado, que será pago pelo trabalho realizado; já a remuneração variável é o valor determinado em acordo, que será recebido pelo alcance das metas pré-estabelecidas”. Para Krauter (2009) existem diversas formas de remuneração, conforme pode ser observado na figura 1.

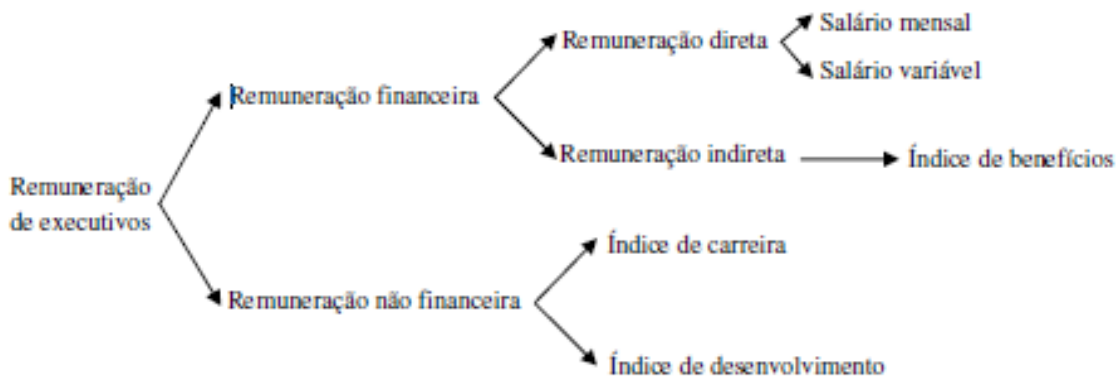


Figura1: Formas de remuneração dos executivos
Fonte: Krauter (2009)

Um plano de incentivo de curto prazo está associado com a lucratividade total da empresa no ano corrente. (Anthony & Govindarajan, 2002). Os autores complementam afirmando que quando da decisão acerca do tamanho da cesta de bônus, torna-se necessário se certificar da existência de competição na remuneração total paga aos executivos.

A remuneração de médio prazo envolve valores recebidos antes e depois da publicação do resultado do exercício, ou seja, depois do conhecimento do acionista sobre a atuação dos administradores (De Castro, 2010).

Healy (1985) alerta que os contratos de pagamento de bônus devem ser cuidadosamente amarrados para que não criem um incentivo ao executivo manipular os resultados da companhia visando maximizar seus ganhos.

Segundo Anthony e Govindarajan (2002, p.518), “uma premissa básica de muitos planos de incentivo de longo prazo é que a elevação do valor das ações da empresa reflete o desempenho em longo prazo da empresa”. Em outras palavras, remuneração de longo prazo ocorre quando após diversos exercícios sociais que os administradores se beneficiarão e que é caracterizado por uma participação no patrimônio da empresa através de ações (De Castro, 2010).

De acordo com Core, Guay e Larcker (2003), muitas empresas com alto crescimento alegam que remuneração por ações permite compensar em dinheiro e competir por funcionários de alta qualidade. Além disso, existem motivações fiscais por esse tipo de remuneração. O uso agressivo de opções de ações e grandes pagamentos de concessões de opções de ações nos últimos anos têm gerado debate considerável sobre a oportunidade de recorrer de compensação em ações em programas de remuneração de executivos.

Um dos problemas enfrentados pela remuneração baseada por ações e que está ligada a teoria da agência é que os executivos recompensados com ações e opções buscam maximizar o valor para os acionistas atuais em vez de o valor da empresa como um todo (Bebchuk & Spamann, 2010).

Anthony e Govindarajan (2002, p. 523) descrevem que:

há duas escolas de pensamento sobre como se misturar as recompensas fixas (salários e benefícios) e variáveis (bônus por incentivo). Uma escola afirma que se recrutam pessoas boas, pagam-nas bem, então se espera pelo bom desempenho [...] Uma outra escola afirma que nós recrutamos um bom pessoal ,esperamos eles se desempenharem bem, e os pagamos bem se o desempenho for bom de fato.

Walker (2010) atenta que o dinheiro não é a única fonte de incentivo aos executivos. O risco de perda e a reputação também influenciam o desempenho gerencial. O tema da remuneração executiva tem despertado interesse para acadêmicos quanto aos aspectos quantitativos e qualitativos. (Camargos, Helal & Boas, 2007).

Oliva e de Albuquerque (2007) afirmam que as boas práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa incluem a prática da constituição de um comitê de remuneração para definição da remuneração de presidente, diretoria executiva, gerente geral, executivos financeiros e conselheiros. No Brasil, as principais companhias possuem planos de remuneração para curto, médio e longo prazo (De Castro, 2010). Já Chen (2012) argumenta que a política de remuneração das companhias brasileiras, dependendo do setor e do porte, varia significativamente. Contudo Ferreira (2012) afirma que no Brasil a remuneração dos executivos é formada principalmente por remuneração fixa, além de não concluir que quanto maior as empresas maiores os pagamentos de seus executivos, não permitindo associar o valor da remuneração dos executivos ao tamanho da empresa.

Estudo realizado por Nascimento, Franco e Cherobim (2012) buscou identificar a associação entre índices contábeis financeiros e práticas de remuneração variável nas empresas de energia elétrica e obteve como resultado a não influência entre as práticas de remuneração variável nos resultados dos índices de lucratividade e rentabilidade das empresas. Baber, Kang e Kumar (1998) alertam que o desempenho baseado em lucros contábeis é criticado por estimular ações que sacrificam o longo prazo e privilegiam o curto prazo.

Camargos e Helal (2007) encontraram como resultado uma relação estatística entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro da empresa. Na mesma linha, outro estudo realizado por Krauter e Souza (2009) trouxe evidências que suportam a hipótese entre a relação: remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas.

Do outro lado, estudo realizado por Vascelos e Monte, (2013) e por Castilho (2015), não conseguiram confirmar a relação entre desempenho financeiro e a remuneração dos executivos pesquisados. Beuren, Silva e Mazzioni (2014) corroboram os resultados por Vasconcelos e Monte (2013) e Castilho (2015) afirmando que embora não tenham encontrado relação entre remuneração dos executivos e indicadores financeiros, encontraram ocorrências de relação entre remuneração dos executivos e desempenhos de mercado das empresas pesquisadas.

O controle acionário foi fator de estudo por parte de Anjos *et al.* (2015), que concluiu que o controle acionário é um fator que está associado à remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, sendo as organizações com controle acionário mais disperso as organizações responsáveis pelas maiores remuneração aos seus executivos. Ainda sobre o aspecto do controle acionário, porém sobre outra ótica Theiss e Beuren (2014), em sua pesquisa, constataram que existem diferenças na remuneração dos executivos conforme a identidade do maior acionista ou controlador, assim como Yurtoglu e Haid (2006), que também encontraram evidências no nível de remuneração dos executivos decorrente do perfil dos sócios.

Segundo estudo realizado por Kaveski, Vogt e Degenhart (2014), de uma população de 265 companhias de capital aberto da BM&FBovespa, apenas 34 remuneram seus diretores com bônus baseado em ações. O mesmo estudo concluiu que a remuneração das empresas que realizam remuneração de seus diretores com bônus baseado em ações são impactados de forma negativa pelo retorno sobre o ativo total e receita total e de forma positiva pelo seu *Market to book*.

Já os resultados encontrados na pesquisa de Sampaio (2009) demonstraram que empresas com más práticas de governança tendem a pagar maiores remunerações a seus executivos.

Examinar se opções de ações a executivos os levam a investir em projetos mais arriscados em uma amostra com empresas do setor de petróleo e gás foi estudado por Rajgopal e Shevlin (2002), que encontraram como resultado uma relação positiva. Ainda nessa linha de raciocínio Bulan, Sanyal e Yan (2010) argumentam que opções de ações geralmente aumentam a produtividade, de acordo com concessões de opções de ações tornando CEOs menos preocupados com o risco.

2.3 Diferenças de Remuneração Entre Empresas Públicas e Privadas

Para Barbosa (2009), “o diferencial de salários leva em conta o processo de decisão do indivíduo em relação ao setor em que ele deseja trabalhar”. Ainda Barbosa (2009),

uma possível explicação para a discrepância salarial entre os setores público e privado trata das diferentes restrições com que cada setor defronta. Enquanto o setor público está sujeito a restrições políticas, o setor privado é caracterizado por restrições associadas ao problema de maximização de lucro.

A explicação, de acordo com Barbosa e Barbosa (2008), seria que o setor público brasileiro tem características peculiares se comparado com a iniciativa privada.

As empresas do setor público possuem entre alguns benefícios a estabilidade no emprego, aposentadoria integral entre outras garantias, o que em tese implicaria em um salário inferior em função desses benefícios (Barbosa, 2008; Barbosa & Barbosa, 2009). Nessa linha de raciocínio, a existência de tais benefícios implicaria uma menor compensação no setor público em comparação com o setor privado (Gregory & Borland, 1990).

Um dos primeiros estudos realizado por Macedo (1985) encontrou como resultado um maior salário por parte dos empregados públicos em comparação com empresas privadas.

Souza e Medeiros (2013) corroboram com o resultado encontrado por Macedo (1985) que concluíram que os funcionários públicos têm rendimentos médios bem superiores aos dos demais trabalhadores. Ainda segundo este autor, “as vantagens salariais do segmento público podem estar associadas ao fato de que Estado tem objetivos distintos dos perseguidos por empresas privadas, em particular no que diz respeito a metas de redução de custos de mão de obra para aumentar lucros”.

Estudo realizado por Belluzzo, Anuatti-Netto e Pazello (2005) analisou se existe remuneração superior nas empresas públicas, entretanto quando analisado executivos de alto escalão, composto pelos executivos e diretorias, as empresas públicas remuneram de forma inferior à privada.

Firth, Fung e Rui (2006) encontraram evidências em seu estudo que empresas que têm o Estado como acionista principal não relacionam a remuneração de executivos ao seu desempenho. Ainda sobre a remuneração de executivos em empresas do Estado, Silva (2010) afirma que em empresas estatais não existe incentivos para a adoção da remuneração baseada em ações. Esses estudos podem ser considerados corroborantes com o resultado de Theiss e Beuren (2014), que afirmam que o tipo de acionista controlador influencia nos incentivos aos executivos.

Senna (2010), em seu estudo, identificou que as companhias de capital privado demonstram preocupação “em minimizar o risco excessivo em alavancar resultados de curto prazo, bem como enfatizar o trabalho da equipe de forma geral para o alcance dos resultados”, além de balancear a remuneração de seus executivos entre salário fixo e variável, de curto e longo prazo. O mesmo autor ainda completa suas conclusões sobre a remuneração de executivos de empresas de capital privado, afirmando contribuir para atração e retenção de profissionais qualificados, assegurar o reconhecimento do desempenho, equilíbrio entre remuneração de curto, médio e longo prazo, remuneração competitiva e alinhamento com as boas práticas são as práticas e premissas seguidas pelas empresas.

2.4 Instrução Normativa CVM nº480/2009 e o Formulário de Referência, Seção 13 do Anexo

Por maior transparência nas evidenciações referentes a remuneração de executivos, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa no ano de 2009 reformulou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa e efetuou significativas mudanças no item que trata a remuneração dos executivos (Beuren & Silva, 2012). Apesar disso não está clara a eficácia dessas reformas no sentido de alinhar os interesses dos executivos e acionistas (Thompson, 2005).

Historicamente, a divulgação periódica da remuneração dos executivos consistia de forma obrigatória por meio de relatório da *Securitiest and Exchange Commission* (SEC) (Walker, 2010). As informações referentes às remunerações dos executivos eram obtidas em relatórios, especificamente no formulário denominado 20-F, pois se tratavam de companhias abertas que tinham suas ações negociadas em bolsa de valores estrangeiras (Araujo *et al.*, 2014).

No Brasil, com a publicação da Instrução Normativa CVM nº 480/2009 que, em seu art. 24 instituiu o Formulário de Referência, veio com viés de transparência substituindo o Formulário de Informações Anuais – IAN com o documento eletrônico, cujo teor encontra-se definido pelo Anexo 24 da norma em epígrafe. A seção 13 do Formulário de Referência trata exclusivamente da remuneração da administração (De Castro, 2010). A medida elevou o nível de transparência das informações fornecidas (Silva, 2010).

Para Victor (2013), “a Instrução Normativa (IN) CVM nº 480, vigente a partir de dezembro de 2009, representou um grande avanço em termos de elevação das exigências de divulgação de informações pelas companhias abertas”.

3 METODOLOGIA

A pesquisa em questão se dá através da metodologia do tipo de pesquisa descritiva com abordagem qualitativa do problema, que para Richardson (1999, p.80), “podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais”.

Os procedimentos realizados foram a seleção do grupo amostral, que se deu através de forma intencional, não probabilística, a qual segundo Oliveira (1989) objetiva itens de forma subjetiva ou examinar um limitado número de itens. O setor elétrico foi escolhido pelo fato de ser um setor que, conforme é mencionado por Senna (2010), com crescentes mudanças, a divisão das atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização possibilitaram novos modelos de gestão, melhores níveis e qualificação de profissionais nas empresas do setor elétrico brasileiro. Além disso, Nascimento, Franco e Cherobim (2012) afirmam que após o fim do monopólio estatal nos anos 90 as empresas, ao entrarem em um ambiente competitivo, passaram a valorizar o fator humano e sua capacidade produtiva como parte da estratégia para aumentar suas possibilidades de apresentar resultados favoráveis. Desse modo foram selecionados por conveniência as 4 (quatro) maiores empresas de controle estatal e privado do setor elétrico. O critério utilizado foi o de Ativo Total das empresas do ano de 2013, sendo as informações coletadas do site da BM&FBOVESPA, conforme tabela 1.

Tabela 1: As 4 maiores empresas do setor elétrico de controle estatal e privado listado na BM&FBOVESPA, em reais

EMPRESAS	Ativo Total	31/12/2013	Controle
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Ativo Total	138.385.398	Estatal
CPFL ENERGIA S.A	Ativo Total	31.042.796	Privado
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Ativo Total	29.814.142	Estatal
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Ativo Total	23.111.445	Estatal
NEOENERGIA S.A.	Ativo Total	20.465.206	Privado
CIA BRASILIANA DE ENERGIA	Ativo Total	16.573.460	Privado
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Ativo Total	15.174.853	Estatal
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Ativo Total	14.141.494	Privado

Fonte: Site da BM&FBOVESPA

Após a definição das empresas selecionadas, em seguida foram coletados dados dos relatórios de referência do ano de 2013 obtidos nos sites das próprias empresas. Em posse dos relatórios de referência, foram analisadas as informações contidas na seção 13 do anexo 24, observando as informações relacionadas à remuneração dos executivos, não considerando os conselhos de administração e o conselho fiscal das companhias.

4 UMA VISÃO DO SETOR ELÉTRICO

É sabido que para um país continuar a crescer são necessários investimentos em diversas áreas de infraestrutura e segmentos da economia. Com o crescimento e a demanda das indústrias e prestação de serviços, o setor elétrico torna-se diretamente relacionado na cadeia de investimentos privados e governamentais para o incremento da geração de mais energia necessária para as demandas do desenvolvimento do país.

De acordo com a câmara de comercialização de energia elétrica - CCE, “a estrutura setorial completa-se com a Agência Nacional de Energia Elétrica - Aneel, que atua como órgão regulador do setor, e com o Operador Nacional do Sistema Elétrico - ONS, responsável pela operação das instalações de geração e transmissão nos sistemas interligados brasileiros”. A Aneel tem o papel de fiscalizar o setor buscando o equilíbrio entre o desenvolvimento do setor e o bem-estar da sociedade.

De acordo com projeções da Empresa de Pesquisa Energética - EPE, o consumo de energia elétrica terá um crescimento anual de 4,5% ao ano no período de 2012 até 2021, o que mostra o potencial que o setor tem nos próximos anos.

Mostrando a importância e o valor do setor elétrico, Araujo (2012) destaca em seu estudo que o setor elétrico foi o terceiro com maior retorno no valor da ação.

O setor elétrico sofreu uma grande mudança a partir de 2012, quando o Governo Federal promulgou a MP 579 que posteriormente foi convertida na Lei 12.783/2013, que permitiu que geradoras e transmissoras de energia elétrica pudessem renovar seus contratos de concessão antecipadamente desde que seus preços fossem regulados pela ANEEL, o que foi um assunto discussão no âmbito nacional (ABRADEE, 2015).

5 ANÁLISE DO CASO

Percebe-se, pela análise da seção 13 do anexo 24 dos relatórios de referência, diferença entre as empresas de controle estatal e privado. Nota-se a preocupação que as

companhias de controle privado têm como um de seus objetivos, de suas políticas de remuneração, de modo geral, a atração de talentos e sua manutenção posterior, buscando aumentar a satisfação de seus funcionários com essência de políticas de motivacionais. Não se constatou na análise desta seção e anexo quaisquer menções neste sentido para a amostra de companhias com controle acionário do Poder Público. Esse achado vai de encontro a observação feita por Senna (2010), que observou nas companhias de capital privado a busca por atração de talentos, retenção de profissionais. Isso pode ser visto no quadro 1.

Quadro 1: Objetivos em comum da política de remuneração das Cias de controle privado

Companhia	Objetivos da política ou prática de remuneração
CPFL	A política de remuneração dos administradores com função executiva praticada pela CPFL Energia tem por objetivo atrair e reter, motivar e desenvolver determinados profissionais com o padrão de excelência requerido pelo Grupo CPFL Energia.
Neoenergia	A Política de Remuneração da NEOENERGIA atende ao conselho de administração, (...) tem o objetivo de estar alinhada à estratégia do negócio, além de remunerar, reconhecer de forma justa, equilibrada e competitiva seus administradores, estimulando-os na busca de soluções visando à satisfação dos clientes, expansão sustentável dos negócios e retorno aos seus acionistas.
Cia Brasileira	A política de remuneração de executivos é estruturada com o objetivo de vincular o desempenho dos executivos ao desempenho operacional e financeiro da respectiva sociedade, aos seus planos de negócio e objetivos; alinhar a remuneração dos executivos com os interesses dos acionistas da respectiva sociedade, conforme aplicável; e otimizar o investimento da respectiva sociedade em Recursos Humanos visando a atrair e a reter profissionais capacitados e considerados “chave” para a sustentabilidade de seus negócios, tendo práticas competitivas em relação às empresas do mercado em que atua.
EDP	A política de remuneração tem como objetivo assegurar a atração e retenção de profissionais altamente qualificados e incentivar o alcance dos objetivos e a superação de metas, visando à agregação de valor à Companhia.

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

Ao observar o segundo item da seção 13 do anexo 24 dos relatórios de referência pode-se notar que apesar das empresas, do setor privado, terem como objetivo atração e manutenção de seus talentos, fato este não mencionado pelas companhias de controle estatal, a composição da remuneração dos executivos das companhias de controle estatal e privado ocorrem de forma similar. A CPFL e COPEL são as duas que destoam nesse aspecto, sendo a primeira a única que evidencia remuneração baseada em ações (incentivos de longo prazo) e a segunda evidencia apenas remuneração fixa a seus executivos. Já a Cia Brasileira informa não possuir política de remuneração para seus administradores, porém ela registra em suas demonstrações contábeis que no âmbito do grupo econômico da companhia, a remuneração dos administradores é paga pela respectiva sociedade na qual o administrador exerce seu cargo, bem como pelo programa de incentivos a longo prazo (ILP) estabelecido e administrado pela AES Corp. Todas as demais companhias apresentam o mesmo padrão de remuneração baseado em remuneração fixa; benefícios que incluem de modo geral, auxílio alimentação (Eletrobrás, CEMIG e CESP), assistência médica (todas) e odontológica (CEMIG, Neoenergia e EDP); e remuneração variável, sendo esta resultado na participação dos lucros ou resultados, conforme pode ser visto no quadro 2. Analisando as empresas estatais o quadro corrobora com a afirmação feita por Silva (2010) em seu estudo onde observou a não adoção de remuneração baseada em ações por empresas estatais.

Quadro 2: Composição da remuneração dos executivos

Companhia	Composição das remunerações
Eletrobrás	Remuneração fixa. Benefícios: previdência privada complementar, ajuda de custo de transferência, seguro de vida, seguro funeral, despesas médicas, auxílio refeição, auxílio moradia e gratificação natalina. Remuneração variável: participação nos lucros ou resultado (PLR) da companhia.
CPFL	Remuneração fixa. Benefícios. Incentivos de curto e longo prazo.
CEMIG	Remuneração fixa composta por salário ou pró-labore. Benefícios diretos: vale refeição, seguro de vida, plano de saúde, plano odontológico e previdência privada. Remuneração variável: participação nos resultados da companhia (pagas duas vezes ao ano).
COPEL	Remuneração fixa composta pelos honorários.
Neoenergia	Pró-Labore. Benefícios: ajuda moradia, previdência privada, assistência médica e assistência odontológica. Remuneração variável.
Cia Brasileira	Não há política de remuneração aplicável, tendo em vista que seus administradores não são remunerados.
CESP	Remuneração fixa composta por honorários mensais. Benefícios: 13º, auxílio alimentação, assistência médica. Remuneração variável: bônus (limitado a seis vezes remuneração mensal ou 10% do total de dividendos ou JCP pagos pela companhia, prevalecendo o menor).
EDP	Remuneração fixa composta por salário ou pró-labore. Benefícios diretos e indiretos: assistência médica, assistência odontológica, farmácia e previdência privada. Remuneração variável de curto prazo: bônus por alcance ou superação dos objetivos da companhia.

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

Na análise da proporção de cada elemento sobre a remuneração total dos executivos foram excluídas da análise a COPEL e a Cia Brasileira. A primeira por ter apenas a remuneração fixa composta pelos honorários e a última não tendo política de remuneração aplicável aos seus administradores. Nota-se nesse quesito, vide tabela 2, que a remuneração fixa e benefícios das empresas estatais apresentam uma média de 75,8% da remuneração enquanto pelo lado das companhias privadas essa média fica na casa dos 62,6%. Esse resultado vai de encontro ao estudo de Theiss e Beuren (2014) que existe diferença na remuneração dos executivos de acordo com o tipo de acionista principal. Destaque para a Neoenergia, que apresenta uma grande diferença para os demais com sua composição de mais de 40 % da remuneração de seus executivos advindos de outra forma de remuneração.

Tabela 2: Proporção de cada elemento na remuneração total dos executivos

	Eletrobrás	CPFL	CEMIG	Neoenergia	CESP	EDP
Salário ou pró-labore	65%	50%	37,99%	40,12%	70%	79%
Benefícios	11%	4%	42,45%	11,87%	1%	3%
Bônus	9%		-	-	22%	18%
Incentivos CP		24%				
Incentivo LP		22%				
Outros	15%		19,56%	40,01%	6%	-

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

O quadro 3 traz a metodologia de reajustes das companhias. Excluiu-se da análise a Cia Brasileira, pelo fato de não ter informado quaisquer informações que pudessem servir de parâmetro de comparação com as demais companhias. Percebe-se que as companhias de controle estatal têm suas remunerações e reajustes definidos pelo Governo ou pela Assembleia Geral. Nas companhias de controle privado a metodologia buscada para reajustes é baseada em pesquisas de mercado e práticas de mercado, se destacando a Neoenergia por possuir um comitê de remuneração que vai de acordo com as boas práticas de governança, conforme Oliva e de Albuquerque (2007).

Quadro 3: Metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração

Companhia	Metodologia de reajuste
Eletrobrás	Definido pelo Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST) do Ministério do Planejamento Orçamento e Gestão.
CPFL	A proposta de remuneração fixa definida pelo Conselho de Administração da Companhia para os diretores estatutários, bem como eventual reajuste, baseia-se em pesquisa de mercado realizada anualmente por consultorias especializadas prestadas por exemplo nos anos de 2010 e 2011, em 2012 pelas consultorias TowersPerrinForster & Crosby Ltda. e pela MercerHumanResources Consulting Ltda.
CEMIG	Definido pela Assembleia Geral, sem metodologia de reajuste estabelecido.
COPEL	Definido pela Assembleia Geral.
Neoenergia	Políticas, diretrizes e metodologia definidos pelo Comitê de Remuneração. Pró-labore, ajuda moradia, e previdência privada reajustados pela variação do IGPM. Plano de saúde e odontológico reajustados pela variação dos custos médicos e odontológicos. Remuneração variável reajustado à vinculação da aprovação pelo Conselho de Administração levando-se em conta as práticas do mercado e estratégias do negócio.
CESP	Cabe a assembleia geral da companhia fixar o montante global ou individual das remunerações e benefícios de qualquer natureza.
EDP	Definido pela comparação com os valores pagos no mercado, e pesquisa feita com a metodologia da consultoria HayGroup.

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

Levando-se em conta os principais motivos que justifiquem a remuneração dos executivos serem o estímulo e incentivo do executivo na busca pelo melhor resultado maximizando, assim, o valor da companhia, infere-se pelo quadro que a única companhia que justifica a remuneração de seus executivos seguindo a linha de raciocínio da teoria é a EDP. Eletrobrás, CPFL e COPEL apenas justificam a remuneração de seus executivos pela responsabilidade do cargo e serviço prestado, apesar de a CPFL ser a única a oferecer e explicitar remuneração baseada em ações aos seus executivos. Ressalta-se que a única companhia estatal que justificou a remuneração de seus executivos com o alinhamento de políticas públicas foi a CESP, não sendo nada mencionado sobre esse aspecto nas outras três companhias estatais restantes de nossa amostra.

Quadro 4: Razões que justificam a remuneração

Companhias	Descrição
Eletrobrás	O índice inflacionário, bem como a responsabilidade do cargo a eles atribuído.
CPFL	As responsabilidades de cada cargo e tem como parâmetro os valores praticados pelo mercado para os profissionais que exercem funções equivalentes.
CEMIG	A composição da remuneração justifica-se única e exclusivamente em razão de proposta do acionista majoritário, o Estado de Minas Gerais, aprovada nas Assembleias Gerais Ordinária e Extraordinária, realizadas, cumulativamente, em 27/04/2012.
COPEL	Remunerar os administradores e fiscais pelos serviços prestados à Companhia.

Neoenergia	A remuneração da Companhia é baseada nas práticas de mercado e possuem harmonização com os objetivos da Companhia.
Cia Brasileira	Não aplicável.
CESP	Valorização profissional dos diretores, que se traduz em fortalecimento da governança corporativa das empresas sob controle do Estado, incentivando o bom desempenho pessoal, bem como o alinhamento com políticas públicas.
EDP	Garantir a competitividade e atratividade da Companhia, visando aumentar o valor da mesma. Os objetivos da remuneração variável são: criação de vínculos entre o desempenho e a recompensa e compartilhamento dos resultados da empresa.

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

Nas companhias de controle estatal, apenas a Eletrobrás divulgou os principais indicadores de desempenho que determinam a remuneração dos executivos, sendo estes, liquidez corrente e geral, além de despesa de pessoal, material e serviços sobre a receita de operações com energia elétrica, o que vai de encontro ao resultado encontrado por Senna (2010) que observa que incentivos de curto prazo em empresas estatais estão baseados na participação nos lucros atrelados a indicadores financeiros e técnicos de qualidade. Nas companhias de controle privado ocorreu maior transparência dos indicadores. A Neoenergia e a EDP têm o EBITDA como indicador em comum. Essas duas empresas utilizam fortemente indicadores financeiros como critério de desempenho. A CPFL limitou-se a divulgar apenas que verifica o desempenho de seus executivos conforme metas individuais e corporativas.

Quadro 5: Principais indicadores de desempenho para determinação dos elementos da remuneração

Companhias	Descrição
Eletrobrás	Não há vinculação do desempenho em relação à remuneração fixa dos administradores. Com relação à remuneração variável dos administradores, consubstanciada na Participação nos Lucros e Resultados – PLR pela Diretoria Estatutária, os indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação da referida remuneração são: liquidez corrente, liquidez geral, e despesa de pessoal, material e serviço sobre a receita de operações com energia elétrica.
CPFL	A remuneração variável dos diretores estatutários, a Companhia realiza a avaliação da sua Diretoria Executiva, verificando o desempenho de seus membros, conforme metas corporativas e individuais, estabelecidas de acordo com o plano estratégico da Companhia e métricas do Sistema de Geração de Valor ao Acionista (GVA), previamente definidas e aprovadas pelo Conselho de Administração. O Conselho de Administração conta com a assessoria do Comitê de Gestão de Pessoas para acompanhar e avaliar o desempenho da Diretoria Executiva em relação ao cumprimento de suas metas anuais. O contrato de metas de cada executivo contempla metas financeiras, individuais de crescimento e geração de valor e de gestão de pessoas.
CEMIG	Metas corporativas que são estabelecidas pelo Conselho de Administração
COPEL	Não informado
Neoenergia	Remuneração variável, que é influenciada pela composição de vários indicadores auferidos em cada exercício social. Entre os principais indicadores estão: lucro líquido, EBITDA, otimizar índice de endividamento, reduzir despesas operacionais e otimizar plano de investimento.
Cia Brasileira	Não aplicável
CESP	Não utiliza indicadores específicos. A determinação dos elementos de remuneração dos administradores leva em consideração sua responsabilidade, sua competência e reputação profissionais, o tempo dedicado ao exercício das funções, e o valor dos seus serviços no mercado.
EDP	O cálculo de remuneração variável se dá através do EBITDA, custos operacionais, <i>capex</i> , ISE, cotação ENBR vs Ibovespa vs IEE e <i>cash-flow</i> operacional

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

A tabela 3 traz a composição da remuneração dos executivos das companhias com seus respectivos valores. Nota-se a aplicação da teoria que as empresas de controle privado remuneram seus executivos em uma proporção maior de remuneração variável em relação a remuneração total, do que as companhias de controle estatal, haja vista que naquelas companhias há um maior interesse em estimular a maximização dos lucros, já que esse é um dos objetivos das empresas, o que no controle estatal não pode-se dizer que seja uma verdade absoluta. Isso pode ser visto ao analisar a média de remuneração dos executivos.

Nas companhias de capital privado, a remuneração média dos executivos ficou em R\$1.305,2 (milhares de reais) e a dos executivos de companhias de capital estatal em R\$ 893,51 (milhares de reais), o que representa que as companhias de capital privado remuneram 46% a mais. Esse resultado vai de encontro aos resultados encontrados por Belluzo, Anuatti-Netto e Pazello (2005) onde afirmam as companhias privadas pagarem mais a seus executivos que as companhias de controle do Estado. Além disso, a estabilidade do emprego oferecido aos empregados das empresas estatais pode inferir que desestimulam os executivos a serem mais arrojados em busca de maiores remunerações. Vale ressaltar nesse aspecto que a CPFL é a única empresa que realiza remuneração baseada em ações o que explica a proporção mais equilibrada entre remuneração fixa (53%) e variável (47%) de seus executivos, que vai de encontro ao observado no estudo de Senna (2010), que afirma que o balanceamento entre remunerações fixa e variável minimiza o risco excessivo de alavancar resultados no curto prazo.

Por fim, pode-se observar que no setor privado o total de remuneração paga é maior remuneração de acordo com o tamanho da empresa, indo de encontro ao achado de Murphy (1999), o que não foi observado nas empresas controladas pelo estado.

Tabela 3: Composição da remuneração dos executivos, em milhares de reais

	Eletrobrás	CPFL	CEMI G	COPEL	Neoenergia	Cia.Brasilian a	CES P	EDP
Nº Membros Diretoria Remunerados	6	6	11	9	7	Não informado	4	5
Salário	3.131	5.847	3.793	9.705	3.553		1.280	2.675
Encargos								
Benefícios Diretos e Indiretos	304	79	1.054		410			152
Outros	1.735	513	1.953	1.022				603
Média Fixa	861	1.073	618	1.192	566		320	686
PLR	523		2.380				15	
Baseada em Ações		491						
Pós-emprego	457	499	884					
Bônus		3.858			1.334		381	1.771
Outros		952					93	399
Média Variável	163	967	297		191		122	434
TOTAL	6.150	12.239	10.064	10.727	5.297		1.769	5.600

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

Ao analisar o histórico das remunerações nos últimos 4 anos, percebe-se que nas empresas do setor privado, que possuem uma política mais expressiva de remuneração variável, ocorrem as maiores variações de um ano para o outro em termos percentuais dos

valores pagos de remuneração variável. Por exemplo, observou-se uma variação positiva na CPFL de 167% de 2010 para 2011, 347% de 2011 para 2012 e uma queda de 33% de 2012 para 2013.

Em relação aos valores pagos como remunerações fixas, em todas as companhias houve crescimento relativo.

Observa-se que a média de remuneração nos últimos quatro anos no setor privado se deu de forma mais equilibrada do que nas companhias estatais. Enquanto a remuneração dos executivos de empresas de controle privado correspondeu 64% através de remuneração fixa e 26% através de remuneração variável, a média das empresas de controle estatal foi de 81% remuneração fixa e apenas 19% remuneração variável.

Pode-se considerar que esse resultado vai de encontro ao identificado por Firth, Fung e Rui (2006) que não identificaram nas empresas do Estado relação entre remuneração de seus executivos e desempenho da empresa, assim como Theiss e Beuren (2014) que perceberam diferenças na remuneração dependendo do tipo de acionista controlador e Ferreira (2012) evidenciando que no Brasil as remunerações dos executivos a maior parte vem através de remuneração fixa.

Tabela 4: Remuneração total dos executivos nos exercícios 2013-2010

	Remuneração Fixa				Remuneração Variável			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
Eletrobrás	5.170	4.924	4.006	3.484	980	733	1.804	816
CPFL	6.439	5.702	3.709	1.371	5.800	8.654	1.935	726
CEMIG	6.800	6.800	6.192	3.870	3.264	3.185	2.608	1.378
COPEL	10.727	9.489	7.047	5.846	0	0	0	428
Neoenergia	3.963	2.158	2.628	2.453	1.334	3.310	983	1.278
CESP	1.280	1.062	979	896	4.89	424	315	420
EDP	3.330	2.416	2.084	2.076	2.170	545	543	707

Fonte: relatórios de referências das empresas (adaptado pelos autores, 2014)

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou analisar a remuneração dos executivos das 4 principais empresas energéticas estatais e privadas buscando ver a aplicação da teoria das diferenças nas formas de remuneração de executivos entre empresas privadas e estatais e de que forma ela ocorre. Para isso foram analisadas apenas as remunerações dos executivos, não sendo considerados administradores de conselhos fiscais, conselho de administração e outros comitês.

Ao considerar a premissa de que companhias estatais e privadas têm métodos diferentes para remunerar seus executivos, a mesma não fica tão clara e evidente. Isso se justifica pelo fato das companhias, tanto privada, quanto estatais, possuem modos semelhantes de remuneração, sendo de maneira geral formados por remuneração fixa, benefícios e bônus (PLR). Nesse aspecto a única a destoar foi a CPFL apresentando a remuneração baseada por ações, o que segundo Core, Guay e Larcker (2003) a permite competir por profissionais de alta qualidade com benefícios fiscais. Por outro lado a Cia Brasileira utiliza apenas remuneração fixa.

O conceito de que as remunerações dos executivos das empresas privadas são mais elevadas que a remuneração dos executivos das empresas estatais foi confirmado, sendo no setor elétrico a remuneração dos executivos de empresas privadas 46% maior que empresas públicas, o que reafirma as conclusões do estudo de Fernandes e da Silva (2013) que

identificaram remuneração maior dos bancos privados em relação aos bancos públicos e Belluzo, Anuatti-Netto e Pazello (2005) que afirmam que as companhias privadas pagam mais a seus executivos que as companhias de controle do Estado.

Uma diferença encontra é que a afirmação de Murphy (1999) de que a remuneração está associada ao tamanho da empresa foi observada apenas nas empresas de controle privado.

Uma grande diferença entre a remuneração dos executivos em relação a empresas públicas e privadas pode ser encontrada na política e nos objetivos, os quais são elaborados as remunerações dos executivos, sendo nas companhias privadas o visível interesse na atração e retenção de talentos, além de incentivos a resultados objetivos não mencionados nas companhias estatais.

Conclui-se com esse estudo que entre as similaridades encontradas estão o fato de as companhias privadas e de controle estatal possuírem modos parecidos de remuneração, como remuneração fixa, benefícios e bônus (PLR), porém existem algumas diferenças consideráveis. Isso pode ser influenciado pela política de fiscalização e regulação da Aneel no engessamento do preço tarifário da energia elétrica negociada no mercado, o que justifica um grau de sensibilidade e atenção ao setor sobre eventuais riscos de mercados que possam influenciar na cadeia produtiva, onerando os custos com fatores endógenos e exógenos.

Entre as principais diferenças entre a remuneração dos executivos de empresas estatais e privadas estão a política e os objetivos para a remuneração dos executivos. Outra diferença encontrada é a forma de remuneração, sendo nas companhias de controle privado mais equilibrada a proporção entre remuneração fixa e variável dos executivos, não sendo observado o mesmo padrão nas companhias de controle estatal, que está remunerando mais fortemente através de remuneração fixa. Além disso, observou-se a maior remuneração para executivos pelas companhias privadas, o que pode estar relacionado com as políticas de remuneração dessas companhias como uma forma de atrair e reter talentos.

Para sugestão de futuros estudos, aconselha-se a realização de estudos que abordem questões como a influência dos agentes reguladores do mercado de energia sobre a política de resultados das companhias do setor elétrico, enfatizando sua influência na remuneração de seus executivos e acionistas.

REFERÊNCIAS

ABRADEE – Associação brasileira de distribuidores de energia elétrica (2015). Brasília. Recuperado em 03/11/2015 em <http://www.abradee.com.br/setor-eletrico/visao-geral-do-setor>

Anjos, Luiz Carlos Marques Dos, Tavares, M. F. N, Monte, P. A. & Lustosa, P. R. B. (2015) . Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Revista Enfoque*, v. 34, p. 45-56.

Anthony, R.N & Govindarajan, V. (2002). *Sistemas de controle gerencial*. São Paulo: Atlas.

Araujo, Juliano Augusto Orsi De. (2012). *Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da Instrução Normativa CVM 480*. Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis. São Paulo.

Araujo, Juliano A. O, Parisi, C, Silva, A. F. & Nakamura, W. T. (2014). Remuneração de executivos e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma visão empírica após a publicação da instrução normativa CVM 480. *RBC: Revista Brasileira de Contabilidade*. Brasília.

Barbosa, A.L. (2009). *Diferencial de salários entre os setores público e privado: uma resenha da literatura*. Rio de Janeiro: Ipea Instituto de Pesquisa Economica Aplicada, (Texto para Discussão n. 1457)

Barbosa, A.L. & Barbosa Filho, F.H. (2008). *Um Modelo de SwitchingRegression para o Hiato Salarial Público-Privado no Brasil..* (Apresentação de Trabalho/Seminário).

Bebchuk, L.A. & Spamann, H. (2010). Regulating Bankers' Pay. *Georgetown Law Journal*, V. 98, nº 2, p. 247-287, 2010; *Harvard Law and Economics Discussion Paper* N. 641. Recuperado em 10/09/2015 em <<http://ssrn.com/abstract=1410072>>.

Belluzzo, Walter, Anuatti-Neto, Francisco & Pazello, Elaine T. (2005). Distribuição de salários e o diferencial público-privado no Brasil. *Rev. Bras. Econ.* [online], vol.59, n.4, pp. 511-533. Rio de Janeiro

BEUREN, Ilse Maria & SILVA, Júlio Orestes (2012). Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras da Bovespa: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. *Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión*, v. 10, p. 1-19,

BEUREN, Ilse Maria, SILVA, Marcia Zanievicz da & MAZZIONI, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. Faces: *Revista de Administração (Belo Horizonte. Online)*, v. 13, p. 8-25

Borba, José Edwaldo Tavares (2010). *Direito Societário*, 12ª edição, Rio de Janeiro. Renovar

Baber, W. R. & Kang, Sok-Hyon & Kumar, K R. (1998) Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 25, Issue 2, pp. 169-193

Bulan, Laarni & Sanyal, Paroma & Yan, Zhipeng. (2010). A few bad apples: An analysis of CEO performance pay and firm productivity. *Journal of Economics and Business*. Vol. 62 pp. 273-306

Camargos, M. A, Helal, D. H. & Boas, A. P. (2007). Análise Empírica da Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro de Empresas Brasileiras. In: *XXVII - Encontro Nacional de Engenharia de Produção*. Foz do Iguaçu. Anais do 27º ENEGEP. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2007.

Camargos, M. A. & Helal, D. H. (2007). Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. In: *ENANPAD* -

Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração. Rio de Janeiro. Resumo de Trabalhos do 31º Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD

Castilho, Z. H. R. (2015). Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro dos Bancos Brasileiros de Capital Aberto. *In: XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, SAO PAULO. Anais XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Chen, Alisson Yi Chien (2012). *A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?*. 26 f. Dissertação (mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia.

CCEE - Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (2014). Rio de Janeiro. Recuperado em 10/09/2015 em http://www.ccee.org.br/portal/faces/pages_publico/onde-atuamos/setor_eletrico?_adf.ctrl-state=10anzvol7g_4&_afLoop=1550853557435586

Core, John E. & Guay, Wayne R. & Larcker, David F. (2003). Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, April. Recuperado em 23/10/2015 <http://core.ac.uk/download/pdf/6792807.pdf>

De Castro, Alexandre Infante (2010). *Remuneração dos Administradores de Companhias Abertas*. Monografia de conclusão do curso de direito. PUC-Rio.

EPE Empresa Pesquisa Energética (2014), Rio de Janeiro. Recuperado em 10/09/2015 em http://epe.gov.br/imprensa/PressReleases/20120104_3.pdf

Fernandes, F.C. & Da Silva, J.C. (2013) Remuneração dos executivos: análise dos quatro maiores bancos estatais e dos quatro maiores bancos privados listados na BM&FBOVESPA. *XXXVII Encontro da ANPAD*. Rio de Janeiro

Ferreira, Lucas Oliveira Gomes. (2012). *Padrões e Características da Remuneração de Executivos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. Dissertação (mestrado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN). Brasília, DF.

Firth, M, Fung, P. M. Y. & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, p. 693-714. Recuperado em 12/09/2015 em <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119905000489>.

Gregory, R. G.; Borland, J (1990). *Public sector pay*. Oxford:Clarendon Press, 1990, p. 172-205.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* vol.7, pp. 85-107

Jensen, M. C.; Murphy, K. J (1990) .Ceoincentives: it´s not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, n. 3, may. Recuperado em 29/10/2014 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148.

Kaveski, Itzhak David Simão ;Vogt, Mara ; Degenhart, Larissa. (2014) . Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. In: *simpósio de administração da produção, logística e operações internacionais*, 2014, São Paulo. SIMPOI. São Paulo: FGV. v. 17. p. 1

Krauter, Elizabeth (2009). *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras*. 2009. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Recuperado em 27/11/2014 em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-29052009-092957/>>.

Krauter, E. & Sousa, A. F. (2009). Contribuições do Sistema de Remuneração dos Executivos para o Desempenho Financeiro de Empresas Industriais. In: *XII Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais*, São Paulo. Anais. v. 1. p. 1-16.

Macedo, R. (1985). *Diferenciais de salários entre empresas privadas e estatais no Brasil*. Revista Brasileira de Economia, 3 (2):437–448.

Murphy, K.. (1999). Executive compensation. In: Ashenfelter, O., Carl, D. (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 1. North-Holland, Amsterdam, pp. 2485–2563.

Nascimento, C., Franco, L., & Cherobim, A. (2012). Associação entre remuneração variável e indicadores financeiros: evidências do setor elétrico. *Revista Universo ContáBil*, 8(1), 22-36. Recuperado de <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2200>

Oliva, E. De Camargo & De Albuquerque, L. G (2007). Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*. Vol. 4 p. 61-73

Oliveira, Francisco N. (1998). *Técnicas de amostragem utilizadas pelos serviços de auditoria interna de empresas no Brasil – um estudo de caso*. dissertação (mestrado). Fundação Getúlio Vargas. RJ.

ONS – Operadora Nacional do Sistema Elétrico. (2014). Rio de Janeiro. Recuperado em 10/09/2015 em http://www.ons.org.br/institucional/modelo_setorial.aspx

Rajgopal, Shivaram & Shevlin, Terry. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking *Journal of Accounting and Economic*. Vol.33 pp. 145-171.

Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo: Atlas.

Richardson, Roberto Jarry (1999). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.

Sampaio, Mariana Nádira Lima. (2009) *Governança corporativa e remuneração de executivos no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro.

Senna, Fernando C. (2010). *Remuneração dos executivos das empresas do setor de energética elétrica da região sudeste do Brasil*. dissertação (mestrado). Universidade municipal de São Caetano do Sul. São Caetano do Sul. SP.

Silva, P. C. C. Da. (2010). *Transparência de Remuneração de Executivos e Governança Corporativa no Brasil*. Dissertação Mestre em Finanças e Economia Empresaria Fundação Getúlio Vargas Escola De Pós-Graduação Em Economia Mestrado Em Finanças E Economia Empresarial. Rio de Janeiro.

Souza, Pedro H. G. F. & Medeiros, Marcelo. (2013) Diferencial salarial público-privado e desigualdade de renda *per capita* no Brasil. *Estud. Econ. [online]*. vol.43, n.1, pp. 05-28

Sun, L. (2012). Executive compensation and contract-driven earnings management. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. vol. 8, no. 2, pp.111–127.

Theiss, Viviane & Beuren, Ilse Maria (2014). O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão (Lisboa)*, v. 13, p. 1-13.

Thompson, Steve (2005), The Impact of Corporate Governance Reforms on the Remuneration of Executives in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 1, pp. 19-25. Recuperado em 12/09/2015 em <http://ssrn.com/abstract=645425>

Vasconcelos, A. F. & Monte, P. A. (2013). A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Registro Contábil - RECONT*, v. 4, p. 1-18.

Victor, Fernanda Gomes. (2013). *Remuneração Executiva*. Tese Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração. Porto Alegre, RS.

Walker, David I. (2010), The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence. *Boston Univ. School of Law Working Paper* No. 10-32. Recuperado em 18/10/2015 <https://www.bu.edu/law/faculty/scholarship/workingpapers/documents/WalkerD100610.pdf>

Yurtoglu, B. B. & Haid, A. (2006), *Ownership structure and executive compensation in Germany*. Recuperado em 12/09/2015 http://www.fep.up.pt/conferences/earie2005/cd_rom/Session%20VII/VII.A/burcin.pdf.