



**A EFECTIVIDADE DAS CLÁUSULAS DE REDUÇÃO
E REVERSÃO DE REMUNERAÇÕES EM INSTITUIÇÕES
DE CRÉDITO**

Tiago Guerreiro

Mestrado em Direito e Gestão (UCP Lisboa)

Working Paper No. 3/2016

November 2016

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: bank governance, claw back clauses, malus clauses, remuneration, credit institution.

A EFECTIVIDADE DAS CLÁUSULAS DE REDUÇÃO E REVERSÃO DE REMUNERAÇÕES EM INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Tiago Guerreiro
tflguerreiro@gmail.com

Abstract

Executive Summary

When *Lehman Brothers* bankruptcy was declared on 15 September 2008 and the world witnessed the crash of its financial system, questions were raised on how to prevent such an event from happening again. To answer that, one needs to know what may have triggered it in the first place.

From where we stand, we believe that the *subprime* crisis was the result of major deficiencies in the governance of credit institutions. Thus, in this paper we will focus on a particular problem of governance: compensation, namely two specific alignment mechanisms of variable compensation, the *claw-back clause* and the *malus clause*.

These clauses arise from the need to adjust variable compensation with performance, bringing up for discussion an agency problem that had been unresolved for some time. Today, in light of the present solutions, we will look into them and address both the North-American and European legislation on the issue. To conclude, we will discuss the efficiency of those clauses, because in the end that is all that matters, is it not?

TABLE OF CONTENTS

1. Introdução	5
2. Enquadramento legal e resenha histórica	5
3. As Cláusulas de redução e reversão	6
4. Uma questão de efectividade	8
a) <i>Sarbanes Oxley Act e Dodd-Frank Act</i>	8
b) Directivas CRD III e CRD IV, Regulamento CRR e RGICSF	10
5. Reflexões finais	12
6. Bibliografia	13

1. INTRODUÇÃO

Quando a 15 de setembro de 2008 é decretada a falência da *Lehman Brothers* e o sistema financeiro à escala global entra em ruptura, colocando em causa tudo aquilo que era tido como certo, há, todavia, uma certeza: alguma coisa tinha de ser feita e o caminho a percorrer daí em diante teria de ser necessariamente outro. Foi então necessário perceber qual a causa do problema e como o resolver.

Não obstante não ser pacífico entre as fontes¹ que a crise do *subprime* se tenha reconduzido mormente a uma questão de graves deficiências no governo societário das instituições de crédito envolvidas, entendemos ser esta a principal razão. Destarte, procuraremos no excuro desta exposição focar um aspecto particular, mas bastante preponderante desta temática: a remuneração dos administradores das instituições de crédito, designadamente dois mecanismos de alinhamento específicos da remuneração variável – a cláusula de redução (*malus clause*) e a cláusula de reversão (*claw-back clause*) – que adiante explicaremos com maior detalhe (§3.) Antes, contudo, é necessário perceber o contexto em que ambas as figuras surgem e qual o seu enquadramento legal actual (§2.).

Posto isto, discutiremos a efectividade destas cláusulas à luz dos regimes em que as mesmas se encontram consagradas: norte-americano e europeu (§4.). Concluiremos, por fim, com as nossas singelas reflexões sobre tudo quanto foi dito (§5.).

2. ENQUADRAMENTO LEGAL E RESENHA HISTÓRICA

Apesar de ter sido apenas com a crise de 2007-2010 que a questão da remuneração dos administradores das instituições de crédito se tornou o principal foco de atenções, já, em períodos anteriores, a mesma havia sido alvo de intervenção legislativa. Assim, foi em 2002 aprovado nos Estados-Unidos o *Sarbanes Oxley Act* (doravante SOX), sendo este o primeiro diploma a prever a devolução de remunerações (portanto, a estipular uma cláusula de *claw-back*²). Só mais tarde – e agora sim, em resultado da crise de 2007-2010 – voltou esta questão a ser tratada, quer através de *soft law* e *hard law*, quer no contexto internacional como nos contextos específicos norte-americano e europeu³.

¹ PAULO CÂMARA, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre a remuneração de bancos*, p. 10.

² ROBERTA ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, p. 1591.

³ PAULO CÂMARA, *A Governação dos Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, p. 18 e ss.

No ano de 2009, destacam-se as primeiras intervenções nesta matéria, com o contributo do *Financial Stability Board* (doravante FSB), por um lado, e da Comissão Europeia, por outro, que fez aprovar as suas *Recomendações Relativas às Políticas de Remuneração no Sector dos Serviços Financeiros*.

Em 2010, no contexto europeu é publicada a Directiva 2010/76/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (*Capital Requirements Directive III*, doravante CRD III), sendo esta a primeira intervenção legislativa europeia no tema da remuneração das instituições de crédito. Ainda no âmbito europeu, merecem nesse ano destaque as *Guideline on Remuneration Policies and Practices* do Comité Europeu de Supervisores Bancários (doravante CEBS). No outro lado do Atlântico, 2010 é também marcado pela aprovação de um diploma da maior importância, o *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – comumente designado por *Dodd-Frank Act*. Este diploma inclui, entre outros, um conjunto de regras sobre remuneração de administradores.

Mais recentemente, em 2013, foi aprovada a Directiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013 (*Capital Requirements Directive IV*, doravante CRD IV) e o Regulamento (EU) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013 (*Capital Requirements Regulation*, doravante CRR), que vem densificar o conteúdo da CRD III. Em Portugal, a Directiva CRD IV foi transportada pelo Decreto-Lei n.º 157/2014 que promoveu alterações ao Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (doravante RGICSF).

3. AS CLÁUSULAS DE REDUÇÃO E REVERSÃO

As cláusulas de redução (*malus*) e de reversão (*claw-backs*), surgem da necessidade da adequação entre a remuneração variável e o desempenho – princípio *pay for performance*. Discute-se aqui um problema de agência para o qual se procurou responder inicialmente através da auto-regulação, ainda que sem sucesso⁴.

A primeira solução apontada foi a de associar a variação da remuneração a critérios de equidade. Contudo, se por um lado se resolvia um problema, por outro lado criava-se outro: este tipo de critério associa a compensação à performance e, não raro, os executivos sentem-se “estimulados” a manipular os ganhos para com isso aumentar a sua própria compensação. A segunda solução, passava por convocar um maior activismo dos accionistas, mas, pelo menos na experiência norte-americana, mostrou-se ineficiente na obtenção dos resultados

⁴ JAMES ANG, YINGMEI CHENG, SARAH FULMER, *Clawing Back Executive Compensation*, p. 5-6.

pretendidos. Em face deste cenário, restava apenas a solução preconizada pela intervenção legislativa, pelo que estas cláusulas se apresentam, hoje, (*ope legis*) como a única solução. No caso específico das instituições de crédito, estas figuras materializam-se em mecanismos de alinhamento entre os interesses dos dirigentes e os interesses dos bancos. Importa por isso defini-las e distingui-las.

De acordo com aquela que é hoje a definição legal⁵ temos que: a cláusula de redução (*malus*) é “(...) o regime através do qual a instituição poderá reduzir total ou parcialmente o montante da remuneração variável que haja sido objeto de diferimento e cujo pagamento ainda não constitui um direito adquirido” e; a cláusula de reversão (*claw-back*) é o “(...) o regime através do qual a instituição retém o montante da remuneração variável e cujo pagamento já constitui um direito adquirido.” Assim, enquanto que no primeiro caso estamos apenas perante um mecanismo de actuação *ex ante*, operando apenas sobre as compensações diferidas, ainda antes do montante do pagamento destas ser devido e, necessariamente, antes de estar definido – este mecanismo contribui para a definição do montante –, no segundo caso estamos perante um mecanismo de actuação tipicamente *ex post*, que actua após o montante total das compensações a pagamento estar definido e ser devido. Contudo, importa frisar que este segundo mecanismo consagra, de algum modo, também uma tutela *ex ante*, porquanto funciona enquanto mecanismo de prevenção de comportamentos oportunistas susceptíveis de o accionar. Esta definição legal, peca, contudo, por alguma incompletude. Assim, na senda daquilo que nos é transmitido por PAULO CÂMARA⁶, importa referir que estas cláusulas não operam *ope legis*, sendo necessário que as mesmas estejam contratualizadas e, nesse sentido, assentes num acordo entre a instituição de crédito e os seus dirigentes.

Outro esclarecimento que importa também fazer tem a ver com a questão do *ex post risk adjustment*. Não obstante o que se disse *supra* quanto aos momentos de actuação, ambas as cláusulas estão assentes num mecanismo de alinhamento póstumo do risco em que se incorre com a compensação auferida⁷, sendo por isso frequentemente denominado como um ajuste da performance.⁸

Enfim, uma última nota quanto à escolha entre aplicar a cláusula de redução ou a cláusula de reversão. Na verdade, e como veremos adiante⁹, a lei não consagra a necessidade de escolha, nem as cláusulas são mutuamente exclusivas – podem ambas aplicar-se. Contudo,

⁵ Art. 115.º-E, n.º 10, alíneas a) e b), do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro de 1992 (RGICSF).

⁶ PAULO CÂMARA, *A Governação dos Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, p. 54.

⁷ BANK OF ENGLAND, *PR4 Expectation regarding the application of malus to variable remuneration* (October 2013), p. 3.

⁸ CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (December 10th 2010), p. 67.

⁹ *Infra*: §4., pp. 7-8.

parece existir alguma preferência pela aplicação da *malus clause* em detrimento da *claw-back clause*¹⁰. E o motivo, cremos, é fácil de identificar: a primeira cláusula actua sobre um direito constituído, mas não adquirido, e além disso, actua, também e como tivemos oportunidade de observar, *ex ante*. Assim, ainda que assente num acordo, a decisão de não pagar a totalidade ou parte da remuneração variável é tomada unilateralmente, produzindo efeitos sem que seja necessário o encontro de vontades – a sua aplicação é, por isso, mais simples.

4. UMA QUESTÃO DE EFECTIVIDADE

Após estes dois pontos introdutórios, é *mister* agora atender à questão de fundo: terão estas cláusulas efectividade? Para responder a esta pergunta, vamos analisar sumariamente as soluções propostas quer pela experiência norte-americana¹¹, quer pela experiência comunitária (e, por conseguinte, a portuguesa).

a) *Sarbanes Oxley Act e Dodd-Frank Act*

Prevê-se na *Section 304 – Forfeiture of Certain Bonuses and Profits* – do SOX, o seguinte:

“If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period.”

Donde se retira:

- (i) são objecto deste diploma bónus ou outras compensações directas fundadas em critérios de equidade e ainda quaisquer mais-valias da venda de valores mobiliários (compensações indirectas);
- (ii) o período temporal de referência para poder accionar a devolução das remunerações é o dos 12 meses posteriores à emissão do documento relativo à situação financeira da empresa;

¹⁰ BOB NAMAR, *HAS THE “MALUS CLAUSE” REPLACED THE CLAWBACK?*

¹¹ Note-se, contudo, que a experiência americana apenas prevê a *claw-back clause*.

- (iii) são sujeitos apenas os *chief executive officers* e os *chief financial officers*;
- (iv) é critério para aplicação do mecanismo de devolução a conduta dolosa.

Por seu turno, na *Section 954 – Recovery of Erroneously Awarded Compensation* – do *Dodd-Frank Act*, temos que:

“That, in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data, in excess of what would have been paid to the executive officer under the accounting restatement.”

Pelo que se depreende:

- (i) são objecto deste diploma quaisquer compensações directas fundadas em remuneração variável (incluído *stock options*);
- (ii) o período temporal de referência para poder accionar a devolução das remunerações é o dos 3 anos posteriores à emissão do documento relativo à situação financeira da empresa;
- (iii) são sujeitos quaisquer executivos, actuais e antigos;
- (iv) não é necessária a existência de conduta dolosa.

Analizadas ambas as disposições legais, e à luz daquilo que nos é apresentado por JAMES ANG, YINGMEI CHENG e SARAH FULMER¹², somos levados a concluir o seguinte: apesar do hiato temporal da aplicação da cláusula do *Dodd-Frank Act* ser maior, o SOX também se aplica às compensações indirectas, designadamente à venda de acções e opções, o que faz com que o seu objecto seja maior. Por essa razão, e ainda que o SOX exija o critério da conduta dolosa (não exigido pelo *Dodd-Frank Act*), o montante recuperado pela aplicação da *claw-back* é maior – e é assim porque a principal fonte de ganhos são as compensações indirectas. Este facto é curioso de observar na medida em que, de acordo com o estudo realizado pelos autores *supra*, o *Dodd-Frank Act* conseguia atingir 90% dos sujeitos da amostra ao passo que o SOX apenas atingia 16%. A conclusão, que não é nossa, mas com a qual não podemos deixar de

¹² JAMES ANG, YINGMEI CHENG, SARAH FULMER, *Clawing Back Executive Compensation*, pp. 2-3.

concordar, é que a cláusula ora em vigor, a do *Dodd-Frank*,¹³ deve ser reformulada no sentido de atingir as compensações mais relevantes para o efeito – as indirectas.

b) Directivas CRD III e CRD IV, Regulamento CRR e RGICSF

Antes de analisar as disposições dos diplomas em apreço, é necessário compreender o seu enquadramento sistemático.

No fundo, aquilo que resulta desta panóplia legislativa é o seguinte: por um lado, a Directiva CRD III “(...) altera as Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE no que diz respeito (...) à análise das políticas de remuneração pelas autoridades de supervisão”, dispondo no seu anexo I¹³:

“A remuneração variável, incluindo a parte diferida dessa remuneração, só deve ser paga ou constituir um direito adquirido se for sustentável à luz da situação financeira da instituição de crédito no seu todo e se justificar à luz do desempenho da instituição de crédito, do departamento em causa e do trabalhador em questão. Sem prejuízo dos princípios gerais da legislação contratual e laboral nacional, a remuneração variável total deve ser consideravelmente reduzida caso o desempenho da empresa regrida ou seja negativo, tendo em consideração tanto a remuneração actual como as reduções nos desembolsos de montantes ganhos anteriormente, nomeadamente através de regimes de agravamento (“malus”) ou de recuperação (“claw-back”).”

Por outro lado, a Directiva CRD IV e o Regulamento CRR vêm concretizar a disposição *supra* do CRD III, como se pode ler no art. 94.º, alínea n) da CRD IV:

Até 100 % da remuneração variável total é objeto de regimes de redução ou de recuperação. As instituições devem estabelecer critérios específicos para a aplicação dos regimes de redução e de recuperação. Esses critérios devem abranger, em especial, situações em que o membro do pessoal: i) participou ou foi responsável por uma atuação que resultou em perdas significativas para a instituição, ii) não respeitou normas adequadas em matéria de aptidão e idoneidade.

Por fim, o Decreto-Lei n.º 157/2014 de 24 de Outubro transpõe a Directiva CRD IV, alterando o RGICSF, que passa a dispor no seu art. 115.º-E, n.º 9:

¹³ Preâmbulo da Directiva 2010/76/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

“A totalidade da componente variável da remuneração deve estar sujeita a mecanismos de redução (“malus”) e reversão (“claw-back”), devendo a instituição de crédito definir critérios específicos para a sua aplicação, assegurando que são, em especial consideradas as situações em que o colaborador: a) participou ou foi responsável por uma actuação que resultou em perdas significativas para a instituição de crédito; b) deixou de cumprir critérios de adequação e idoneidade.”.

E define no seu n.º 10 o que sejam mecanismos de redução e reversão, como tivemos oportunidade de ver em momento anterior¹⁴.

Dito isto, a lei portuguesa, como é possível observar, apesar de “ir mais além” e consagrar uma definição de *malus* e de *claw-back*, não se afasta do texto da Directiva, o que nos permite afirmar para ambos os diplomas o seguinte:

- (i) são objecto destes diplomas quaisquer compensações directas fundadas em remuneração variável;
- (ii) o período temporal de referência para poder accionar a devolução das remunerações não se encontra definido;
- (iii) são sujeitos quaisquer colaboradores e, por maioria de razão, administradores executivos e não executivos, *chief executive officers* e *chief financial officers*;
- (iv) o(s) critério(s) fica(m) a cargo de cada instituição de crédito, apenas deve estar balizado pelas “(...), situações em que o membro do pessoal: i) participou ou foi responsável por uma actuação que resultou em perdas significativas para a instituição, ii) não respeitou normas adequadas em matéria de aptidão e idoneidade”.

Ora, feita esta análise sumária, não é difícil antecipar quais vão ser as nossas conclusões. Se apenas são objecto das cláusulas as compensações directas, então este regime vai padecer da mesma falha de que padece o *Dodd-Frank Act* – é inócuo quanto às indirectas. O que a provar-se que na Comunidade Europeias as compensações indirectas são a principal fonte de remuneração variável, então há manifestamente um problema de efectividade. Por outro lado, a alocação da definição dos critérios de aplicação (ainda que balizados), às instituições de crédito pode revelar-se perigosa, podendo trazer de novo à colação problemas de agência. E importa também perceber se o hiato temporal será definido pelas instituições ou se nem sequer será alvo de qualquer tipo de menção. Enfim, uma nota positiva merece o critério dos

¹⁴ *Supra*, §3., p. 3.

sujeitos objecto destas normas: o facto de se alargar a base daqueles que podem ser objecto das cláusulas de redução e reversão é um bom indicador do potencial sucesso destas medidas, ainda que fique, naturalmente, dependente da verificação dos demais.

5. REFLEXÕES FINAIS

Aqui chegados, é momento oportuno para tecer algumas considerações sobre aquilo que se acabou de tratar. Neste sentido, a primeira nota vai para o *timing* do brotar destas cláusulas. De facto, é curioso observar a forma como o Direito, a maioria das vezes, anda a reboque das intempéries. Não que com isto se pretenda criticar aquele que é o curso natural desta ciência – acompanhar as mutações sociais –, mas talvez fosse exigível que em determinadas áreas, designadamente no direito financeiro, atenta a questão do risco sistémico, o exercício fosse de antecipação e não de reacção. E esta questão ganha alguma (muita) acuidade se a transportarmos para o caso concreto das Directiva CRD III e CRD IV. Não é concebível a forma como estes dois diplomas regularam com tamanha leviandade esta temática, sobretudo, podendo (e devendo) ter como referência a experiência americana através do SOX e do *Dodd-Frank Act*.

Noutra menção, o segundo ponto que queremos focar nestas considerações é o da efectividade. As conclusões a que chegámos, a provarem-se correctas, levam a que se deva repensar estes dois mecanismos. Mais uma vez, no caso específico das Directivas e da lei portuguesa – a realidade que a nós interessa –, a efectividade destas figuras é posta totalmente em causa a partir do momento em que os critérios de aplicação são deixados à consideração das instituições que as vão aplicar. Também o facto do momento temporal de referência não ser legalmente estabelecido contribui ainda mais para o insucesso destas cláusulas.

Enfim, e porque a crítica se quer acima de tudo construtiva, não podíamos terminar sem que ousássemos dar o nosso contributo para a resolução dos problemas que identificámos. Propomos por isso a revisão das disposições legais que consagram estas cláusulas, no sentido de tornar as previsões mais exigentes, sob pena da estatuição ser ineficaz. A título de exemplo, consideramos ser necessário retirar às instituições o poder de definir os critérios de aplicação, devendo esse ser entregue à entidade reguladora do sector, no caso o Banco de Portugal e/ou o BCE. Associado a isto, e atendendo aquela que é a experiência norte-americana, ampliaríamos também o objecto destas cláusulas, passando o mesmo a abarcar as

compensações indirectas. É um regime pesado, sim, mas nunca nos podemos esquecer daquilo que o despoletou.

6. BIBLIOGRAFIA

AIMA – *Summary: Remuneration under CRD IV and the CRR*, April 2013 | Disponível em: http://www.aima.org/objects_store/crd_4_remuneration_rules_-_summary_for_members.pdf

ANG, JAMES; CHENG, YINGMEI; FULMER, SARAH – *Clawing Back Executive Compensation*, Florida State University, January 2013 | Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2139818

AUSTRALIAN GOVERNMENT – *The clawback of executive remuneration where financial statements are materially misstated*, December 2010 | Disponível em: <http://archive.treasury.gov.au/documents/1926/PDF/101220%20Clawback%20of%20executive%20remuneration%20-%20Final%20-%20Approved.pdf>

BANCO DE PORTUGAL – *Livro Branco - Sobre a regulação e supervisão do setor financeiro*, 2016 | Disponível em: <https://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/Banco/OutrasPublicacoes/Documents/LivroBranco2016.pdf>

BANK OF ENGLAND – *Clawback*, PS7/14, March 2014 | Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/prd/Documents/publications/ps/2014/ps714.pdf>

BANK OF ENGLAND – *PRA expectations regarding the application of malus*, SS2/ 13, October 2013 | Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/prd/Documents/publications/ss/2015/ss213update.pdf>

CÂMARA, PAULO – *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, RDS IV, Coimbra: Livraria Almedina, 2016

CÂMARA, PAULO – *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, RDS IV, Coimbra: Livraria Almedina, 2012

CEBS – *Guidelines on Remuneration Policies and Practices*, December 2010 | Disponível em:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/106961/Guidelines.pdf>

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Direito Bancário*, Coimbra: Livraria Almedina, 2015

EUROPEAN BANKING AUTHORITY – *Final Report: Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013*, Dezembro de 2015 | Disponível em: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1314839/EBA-GL-2015-22+Guidelines+on+Sound+Remuneration+Policies.pdf>

MACHADO TELES, JOÃO PEDRO DOS SANTOS JOÃO PEDRO DOS SANTOS – *Devolução de remunerações indevidamente recebidas (“clawbacks”) em Instituições de Crédito*, Novembro 2014 | Disponível em:

<http://www.governancelab.org/media/document/f8/89/d995ea132287da42021f3bae3f94.pdf>

NAMAR, BOB – *Has the “Malus Clause” replaced the Clawback?*, September 2012 | Disponível em: <http://news.efinancialcareers.com/us-en/115425/has-the-malus-clause-replaced-the-clawback/>

ROMANO, ROBERTA – *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Faculty Scholarship Series, Paper 1919, 2015 | Disponível em: http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2971&context=fss_papers