



REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DE DIRIGENTES DE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Bernardo Cortes

Inês Tranquada Gomes

Working Paper No. 1/2018

2018

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.

One size does not fit all.

Keywords: Executive Remuneration, Variable Remuneration, Corporate Governance, Agency Conflicts, FSB, Principles for Sound Compensation Practices, CRD IV, Pay-for-Performance, Bonus Cap.

REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DE DIRIGENTES DE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

Bernardo Cortes

bernardogmcartes@gmail.com

Inês Tranquada Gomes

inestranquada@gmail.com

Abstract

Executive Summary

Since the 2007 financial and economic crisis, the subject of executive compensation in the banking sector has been highly discussed, with some authors even arguing that nefarious compensation practices in that area were one of the main factors to blame for the aforementioned crisis.

In this vein, the Directive 2013/36/EU (also known as the Capital Requirements Directive IV – CRD IV) introduced a series of remuneration mechanisms intended to better align the diverging interests of the financial institutions' executive administrators and those of the remaining stockholders (including the firm's shareholders) and minimize, through incentives, the adoption of high-risk actions. Before the legislation of the CRD IV, the Financial Stability Board (FSB), in 2009, had also tackled this matter through the elaboration of the *Principles for Sound Compensation Practices* and its implementation standards.

In this paper we seek to: i) explain the problem of the executive remuneration in financial institutions; ii) analyze the two aforementioned documents and its solutions to the problem in hand; iii) lastly, judge the effectiveness of the said solutions and, if needed be, propose more efficient measures to address the subject matter in question.

TABLE OF CONTENTS

1.	INTRODUÇÃO	6
2.	PRINCÍPIOS SUBJACENTES À REMUNERAÇÃO VARIÁVEL	8
3.	CONTEÚDO DA COMPONENTE VARIÁVEL DA REMUNERAÇÃO	13
4.	RESTRIÇÕES LEGISLATIVAS NA ESTRUTURA.....	18
5.	PROPOSTAS E CRÍTICAS	22
6.	CONCLUSÃO	28
7.	BIBLIOGRAFIA	30

1. INTRODUÇÃO

A crise económica e financeira mundial, iniciada em 2007, despoletou atenção mediática e pública para diversos factores relevantes no mercado financeiro, de entre os quais se destaca a remuneração executiva nas instituições financeiras.

Tradicionalmente, considerava-se que o principal objectivo de uma política de remuneração do sistema financeiro passaria, essencialmente, por um adequado alinhamento dos interesses dos accionistas com os interesses dos administradores. Nesta medida, inerentes à remuneração executiva deveriam estar uma série de incentivos que levassem os dirigentes a agir de acordo com os interesses da firma que dirigiam, exercendo uma gestão adequada e prudente. Por esta razão, a estrutura da remuneração assentava numa componente fixa e noutra variável ¹, sendo esta última componente idealizada como a reflexão do desempenho do dirigente na sua própria remuneração (premiando-se assim um desempenho positivo e punindo-se um negativo). Apesar de não ser completamente desprovida de críticas ², é hoje relativamente unânime que a componente variável da remuneração é uma ferramenta essencial de desincentivo à assunção de riscos excessivos, desde que cumpridos determinados requisitos na sua elaboração, como veremos adiante.

Resulta claro, então, a importância de a política de remuneração executiva de cada banco reflectir um rigoroso controlo do nível de risco ao qual a instituição financeira está exposta (garantindo a sua solvabilidade e solidez financeira, em benefício de todas as partes interessadas), mas, ao mesmo tempo, sem comprometer a sua capacidade de gerar retornos, como forma de garantir a maximização dos interesses dos accionistas. A este propósito, não nos podemos esquecer de que inerente ao negócio bancário está, precisamente, a assunção de certos riscos indispensáveis à obtenção de uma mais-valia final.³ Nesta medida, pretende-se aqui minimizar a assunção de riscos para níveis aceitáveis e não eliminá-la totalmente, sob pena de eliminarmos o próprio negócio bancário.

Uma olhar *a posteriori* sobre as políticas remuneratórias existentes nas instituições financeiras antes e no início da crise financeira revela-nos que a intenção inicial subjacente à remuneração variável, de constituir um incentivo à gestão prudente de riscos e ao

¹ Como, de resto, também assenta actualmente, ainda que com pressupostos e implicações distintos, como veremos *infra*.

² Neste sentido, ver Negrão, Ana, *A remuneração variável e o Herd Behavior entre administradores*, in *Estudos de Regulação Pública – II*. Coimbra, Coimbra Editora, Maio 2015, p. 135, no qual a autora argumenta que, precisamente por variar em função do desempenho, a remuneração variável “fornece a camuflagem ideal para os exageros”, na medida em que uma remuneração “excessiva” seria justificada por um desempenho excepcional.

³ Ver Core, John E. e Guay, Wayne R., *Is There a Case for Regulating Executive Pay in the Financial Services Industry?* (January 25, 2010), p. 25, disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=1544104>, em que os autores explicam que a assunção de um certo risco é essencial para competir dentro da indústria financeira, e que mesmo os credores desejam uma tomada de risco prudente.

alinhamento dos interesses dos accionistas com os interesses dos dirigentes, saiu frustrada por uma variedade de razões, que vão desde o facto de esta estrutura remunerativa não estar prevista para todos os empregados que contribuem para a assunção de riscos por parte do banco (deixando de fora, por exemplo, os *traders*⁴) até ao facto de os sistemas de gestão de risco em vigor se demonstrarem ineficientes e incapazes supervisionar e controlar os actos de risco.⁵ A combinação de todos estes factores levou a que os dirigentes bancários (e outros empregados com funções decisórias) encarassem a assunção de riscos numa lógica de aposta financeira, em que tinham muito mais a lucrar do que a perder, como sumariza habilmente Alan Blinder: “*Heads, you become richer than Croesus; tails, you get no bonus, receive instead about four times the national average salary, and may (or may not) have to look for another job...*”⁶.

Tendo dito isto, propomo-nos, então, a analisar em pormenor a remuneração variável nos seus pontos mais significativos, entre os quais se incluem os princípios subjacentes à prática da remuneração variável; os riscos envolvidos nos incentivos sob forma deste tipo de remuneração; e as medidas adoptadas a nível europeu para tentar lidar com esta problemática.

⁴ Como explicam Douglas Diamond e Raghuram Rajan, o facto de a maioria dos esquemas de remuneração serem baseados no desempenho de curto-prazo, levou a que, no constantemente competitivo mundo bancário, os *traders* assumissem riscos não reconhecidos pelo sistema, de forma a passarem a aparência que geravam receitas devido à sua competência superior, quando na verdade tal não passava de “*market-risk premium*”, em Diamond, Douglas e Rajan, Raghuram, *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies* (2009), American Economic Review, American Economic Association, vol. 99(2), p. 6, disponível em <http://www.nber.org/papers/w14739.pdf>.

⁵ Ver Ferrarini, Guido, *CRD IV and the Mandatory Structure of Bankers’ Pay* (April 13, 2015). ECGI - Law Working Paper No. 289/2015, p. 10, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2593757>.

⁶ Ver Blinder, Alan, *After the Music Stopped. The financial crisis, the response and the work ahead* (Penguin 2013), p. 82.

2. PRINCÍPIOS SUBJACENTES À REMUNERAÇÃO VARIÁVEL

Como já vimos, as práticas remuneratórias existentes nas grandes instituições financeiras pré-2007 são consideradas por grande parte da literatura nacional e internacional como um dos factores mais relevantes que levaram à posterior crise financeira global. Argumenta-se que as estruturas remuneratórias existentes à data incentivavam os dirigentes bancários a assumir riscos excessivos, focando-se quase exclusivamente nos resultados de curto-prazo e procurando aumentá-los à custa do valor de longo-prazo.⁷

Neste sentido, o *Financial Stability Board* (FSB) veio a elaborar, em 2009, os *Principles for Sound Compensation Practices* (doravante, “Princípios”) e os *Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards* (doravante “Standards”). Através destes princípios, o FSB pretendia orientar os incentivos remuneratórios na área bancária numa perspectiva de longo-prazo e assim, em última análise, desincentivar a assunção de riscos excessivos por parte de dirigentes bancários, nomeadamente através da redução de incentivos de curto-prazo e do aumento dos de longo-prazo.⁸

Antes de nos debruçarmos numa análise dos Princípios, parece-nos importante referir que quando falamos de remuneração executiva estamos a falar de uma matéria de *corporate governance*, na medida em que esta é uma ferramenta essencial de alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas. Neste sentido, um banco em que os interesses dos administradores estejam devidamente alinhados com o dos accionistas seria um banco que, em teoria, se envolveria em menos actividades de risco elevado. No entanto, como referem Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu, devido à especificidade da governação bancária, o adequado alinhamento do interesse dos administradores e acionistas (*“good corporate governance”*), pode resultar numa assunção maior de riscos por parte dos bancos, isto porque *“a major part of the losses would be externalized to stakeholders, while gains would be fully internalized by shareholders and managers”*⁹. Tendo isto em conta, os Princípios vêm dar uma maior ênfase à salvaguarda dos interesses do *stakeholders*, pretendendo, mais do que

⁷ Como exemplo desta posição, ver Bebchuk, Lucian e Fried, Jesse, *Paying for Long-Term Performance*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 158, pp. 1915-1959, 2010, p.1, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1535355>.

⁸ A este propósito, ver Core, John E. *et al. supra* nota 3, p. 26, no qual os autores sublinham que, de forma a determinar o que constitui incentivos “excessivos” ao risco, é necessário primeiro definir aquilo que são incentivos “apropriados” ao risco, explicando que os incentivos ao risco “generally stem from non-linearities in compensation payoffs whereby the sensitivity of payoffs on the downside is lower than the sensitivity of payoffs to the upside”. É também é importante não esquecer, ainda segundo os mesmos autores, que a assunção de um certo risco é essencial para competir dentro da indústria financeira, e que mesmo os credores desejam uma tomada de risco prudente.

⁹ Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: An Analysis of Executive Pay at European Banks* (March 2011). Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 441, 2011; ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, p. 471, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1707344>.

alinhar os interesses intra-societários, alinhar os interesses intra e extra-societários, como veremos adiante.

Como podemos verificar no documento em causa, os Princípios operam essencialmente em três vertentes, pretendendo assegurar: i) a governação efectiva da remuneração; ii) o efectivo alinhamento da remuneração com a assunção prudente de riscos; iii) uma efectiva supervisão e envolvimento das partes interessadas (*stakeholders*).¹⁰ A primeira vertente, referente ao papel da Administração na elaboração e supervisão da estrutura remuneratória, obriga que esta monitorize activamente o processo de operação e a elaboração do sistema remuneratório, garantindo o seu funcionamento pretendido, em harmonia com as restantes práticas de redução do risco.¹¹ O efectivo alinhamento da remuneração com a assunção prudente de riscos, por sua vez, traduz-se na exigência de que a remuneração deve ser ajustada a todos os tipos de risco, bem como simétrica aos seus resultados e sensível aos seus horizontes temporais.¹² Finalmente, a efectiva supervisão e envolvimento pelos *stakeholders* implica, por um lado, que os supervisores devem rever as políticas remuneratórias em causa, lidando rigorosa e imediatamente com quaisquer deficiências encontradas, e, por outro lado, implica também um dever de informação das práticas remuneratórias por parte das instituições financeiras para com todos os *stakeholders*, de modo a que estes possam avaliar o perfil de risco da instituição em causa.¹³

Para efeito do nosso trabalho, que se foca primariamente na componente variável da remuneração, relevam principalmente os princípios 4 a 7, relacionados com a estrutura remuneratória e o seu adequado alinhamento com a assunção prudente de riscos, pelo que será sobre estes que irá incidir a nossa análise.

Comecemos então pelo princípio 4, que estabelece que a remuneração deve ser ajustada a todos os tipos de risco (mesmo aqueles que são de difícil medição, tal como o risco de liquidação, risco de reputação e custo de capital). Nesta medida, dois empregados que gerem a mesma quantidade de lucro de curto-prazo, mas que sujeitam a sua firma a diferentes níveis de risco não devem ser recompensados da mesma forma.¹⁴ Em relação a este princípio, os *Standards* referem que, em particular nas instituições financeiras de dimensão significativa, o

¹⁰ De notar que os Princípios referem explicitamente o envolvimento de “*all stakeholders*”, e não apenas dos accionistas (*shareholders*), pelas razões que referimos *supra* (o alinhamento dos interesses executivos com os interesses accionistas não garante, por si só, a segurança e solidez dos bancos”).

¹¹ FIN. STABILITY FORUM, FSF PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES (2009), princípios 1-2, disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf.

¹² PRINCIPLES, *supra* nota 5, princípios 4-6.

¹³ PRINCIPLES, *supra* nota 5, princípios 8-9.

¹⁴ Este exemplo não deve ser tomado demasiado literalmente, na medida em que podem existir outros factores que justifiquem uma remuneração semelhante, como explicam Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 6, p. 471.

total da remuneração variável não pode pôr em causa a capacidade da instituição de fazer face a todos os riscos atuais e futuros.¹⁵

Segue-se o princípio 5, que exige uma simetria entre os resultados da remuneração e os resultados do risco, isto é, o direito a receber a parte variável da remuneração deve estar directamente ligado ao desempenho global da firma. Assim, verificando-se um desempenho global pobre por parte do banco, os bónus devem diminuir proporcionalmente, ou até mesmo desaparecer, nos casos mais extremos. Além de mais, de acordo com os *Standards*, o desempenho global financeiro negativo por parte da firma deve levar a uma contracção considerável do total da remuneração variável, isto tendo em conta tanto a remuneração actual como as quantias anteriormente adquiridas, inclusive por meio de cláusulas *malus* ou *clawback*. Estas tratam-se de cláusulas que permitem, no primeiro caso, reduzir o valor variável remuneratório a ser pago e, no segundo caso, recuperar montantes já atribuídos a título de remuneração variável quando se verifique um desempenho financeiro negativo.

O princípio 6 diz-nos que o pagamento da remuneração variável deve ser sensível aos horizontes temporais do risco, ou seja, o que está aqui em causa é o diferimento temporal da componente variável da remuneração, perfeitamente traduzido por: *"Payments should not be finalized over short periods where risks are realized over long periods"*. O *standard* relevante especifica que, no caso dos administradores executivos e empregados cujas acções tenham um impacto material na exposição ao risco da firma, uma porção substancial da remuneração variável (entre 40 a 60 por cento) deve ser diferida ao longo de um período temporal significativo (nunca inferior a três anos), sendo que a percentagem da remuneração diferida deve aumentar consoante o nível de senioridade ou responsabilidade, podendo mesmo ultrapassar os 60 por cento para os administradores de topo e os empregados mais bem pagos.¹⁶ O diferimento da remuneração variável é considerado uma ferramenta essencial para desincentivar a assunção excessiva de riscos por parte dos dirigentes bancários. A este propósito importa referir um estudo de Patrick Bolton, Hamid Mehran e Joel D. Shapiro sobre a conexão entre a assunção de riscos e a remuneração executiva em instituições financeiras, no qual os autores concluem, com base numa análise empírica centrada em várias firmas bancárias, que os administradores com grandes quantias em pensões e pagamentos diferidos são mais avessos a optar por investimentos de risco.¹⁷ Não obstante o reconhecimento unânime da necessidade e importância do diferimento temporal da remuneração, os seus requerimentos não são isentos de críticas, nomeadamente pela sua rigidez no que toca à

¹⁵ FIN. STABILITY BD., FSB PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES (2009), *standard 4*, disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf.

¹⁶ STANDARDS, *supra* nota 9, *standard 6*.

¹⁷ Bolton, Patrick, Mehran, Hamid e Shapiro, Joel D., *Executive Compensation and Risk Taking* (November 3, 2011). FRB of New York Staff Report No. 456., disponível em <https://ssrn.com/abstract=1635349>.

percentagem (40 a 60 por cento) e o tempo mínimo de diferimento (três anos)¹⁸, que, de certa maneira, revela uma abordagem “*one size fits all*” que contradiz diretamente os Princípios na sua afirmação introdutória “[*The Principles*] are not intended to prescribe particular designs or levels of individual compensation. One size does not fit all”¹⁹.

Os *Standards* fazem também referência, no *standard* 11, aos bónus garantidos, isto é, remuneração variável que é atribuída independentemente do desempenho financeiro verificado. É fácil perceber como bónus deste tipo, ao invés de desincentivarem o risco, podem ter o efeito precisamente contrário, uma vez que, isolando a atribuição da remuneração variável do desempenho, está-se a retirar um incentivo poderoso de contenção da assunção de risco por parte dos administradores. Nesta medida, os *Standards* estabelecem que os bónus garantidos não são consistentes com uma gestão de risco eficaz, violando diretamente os princípios do *pay-for-performance*.²⁰ É, no entanto, feita uma excepção para o caso das garantias mínimas de curto-prazo, que, como explicam Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu, são uma prática comum no sector bancário, consideradas relativamente inofensivas e muitas vezes necessárias para contratar funcionários a meio do ano.²¹

Importa, ainda no âmbito dos *Standards*, referir também os chamados “*golden parachutes*”. Estes tratam-se de cláusulas de compensação que atribuem benefícios substanciais aos dirigentes de topo em caso de cessação contratual. As indemnizações recebidas por certos administradores executivos foi algo que, exacerbado pela crise financeira vivida, causou uma intensa indignação pública, por se considerar que se tratavam de valores excessivos. Neste sentido, não surpreende que os *Standards* venham estabelecer que os pacotes indemnizatórios em vigor relacionados com a cessação do contrato devem ser reexaminados e mantidos apenas se estiverem clara e adequadamente alinhados com a criação de valor a longo-prazo e com a assunção prudente de riscos. Assim sendo, qualquer pagamento devido a título de cessação contractual deve, necessariamente, estar diretamente relacionado com o desempenho ao longo do tempo e elaborado de maneira a não premiar o fracasso.²²

Finalmente, resta-nos o princípio 7. Este exige que a combinação de dinheiro, acções e outras formas de remuneração sejam consistentes com o alinhamento de risco, devendo aquela variar justificadamente consoante a posição e função do empregado em causa. Além de mais, os *Standards* acrescentam ainda que uma parte substancial da remuneração variável (mais de 50 por cento) deve ser atribuída sob a forma de acções (ou de outros instrumentos não-monetários, quando apropriados), de forma a criar incentivos alinhados com a criação de

¹⁸ Neste sentido, *ver* Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 9, p. 473, que consideram ser esta é uma área que deveria ser deixada sob a alçada da Administração para decidir.

¹⁹ PRINCIPLES, *supra* nota 5, introdução.

²⁰ STANDARDS, *supra* nota 9, *standard* 11.

²¹ *Ver* Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 9, p. 467.

²² STANDARDS, *supra* nota 9, *standard* 12.

valor a longo-prazo e o horizonte temporal dos riscos.²³ Esta exigência é compreensível na medida em que através dela, em princípio, assegura-se que os dirigentes bancários terão o interesse objectivo no bom desempenho financeiro duradouro da instituição de crédito, sendo menos propensos a assumir riscos excessivos, já que grande parte da sua remuneração está dependente de tal.

Estando devidamente analisados os Princípios na parte relacionada com a componente variável da remuneração, podemos retirar algumas conclusões: i) o principal princípio subjacente à remuneração variável é o princípio do *pay-for-performance*, que exige uma adequação entre a remuneração variável atribuída e o desempenho global da instituição de crédito; ii) também de grande relevância, o princípio da gestão prudente de riscos encontra-se subjacente a muitos dos princípios analisados, e traduz-se num desincentivo vigoroso à assunção excessiva de riscos;²⁴ iii) finalmente, não podíamos deixar de sublinhar o princípio do diferimento, que, como de resto já vimos, referem Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu, é essencial para controlar os incentivos à assunção de risco.²⁵

²³ STANDARDS, *supra* nota 9, *standard* 8.

²⁴ Este trata-se de um princípio expressamente previsto na CRD IV, que refere no seu art. 92.º/2/a): “A política de remuneração deve promover e ser consistente com uma gestão de riscos sã e efetiva e não incentivar a assunção de riscos em níveis superiores ao nível de risco tolerado pela instituição”.

²⁵ *Ver* Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 9, p. 472.

3. CONTEÚDO DA COMPONENTE VARIÁVEL DA REMUNERAÇÃO

Apesar de, como já referimos, ser de reconhecimento relativamente unânime a importância do carácter variável de uma parte da remuneração dos dirigentes bancários, por todas as razões acima descritas, a maneira como esta é usualmente estruturada não deixa de ser alvo de muitas críticas. De facto, como referem Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu, a elaboração da componente variável da remuneração tem inerentes uma série de defeitos que prejudicam a eficácia da ligação entre o desempenho e os incentivos contratuais enquanto ferramenta de alinhamento de interesses ²⁶, isto é, pela maneira como está estruturada, a remuneração variável tem amiudamente o efeito de, ao invés de atenuar, agravar a discrepância de interesses subjacentes às instituições financeiras.²⁷

Geralmente, os incentivos remuneratórios relacionados com a sua componente variável são conferidos maioritariamente mediante *equity-based compensation*. Esta pode assumir diversas formas, sendo as mais frequentes na área bancária a atribuição de acções (*share awards*), de opções (*stock options*) ou ainda, tratando-se de um instrumento que tem vindo a ganhar maior relevância recentemente, de acções preferenciais sujeitas a intransmissibilidade.

Começando pelas *share awards*, podemos afirmar que a atribuição de acções constitui um plano de incentivo de longo-prazo, na medida em que faz depender a atribuição de acções aos administradores da satisfação de certos requisitos que se terão de verificar no futuro, relacionados com o desempenho da empresa no longo-prazo. No início de cada ciclo de avaliação do desempenho (usualmente três anos) é atribuído aos administradores o direito de receber um certo lote de acções. No final do período, receberão efectivamente as acções, na totalidade ou proporcionalmente ao desempenho global verificado, consoante as metas pré-estabelecidas tenham sido total ou parcialmente alcançadas. Assim, a atribuição de acções traduzir-se-ia no alinhamento directo entre os interesses dos dirigentes e os dos acionistas, na

²⁶ Ferrarini, Guido and Ungureanu, Maria C., *Executive Remuneration. A Comparative Overview* (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, p. 10, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2509968>.

²⁷ Neste sentido, também Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann consideram que várias características da estrutura de remuneração praticada nas organizações bancárias modernas tendem a acentuar o risco moral presente nas instituições financeiras que referimos acima (o sucesso da tomada de riscos traduzir-se-á em ganhos para a Administração/acionistas, enquanto o falhanço será, em grande medida, suportado pelos credores/depositantes). Ver Bebchuk, Lucian A. e Spamann, Holger, *Regulating Bankers' Pay* (October 1, 2009). Georgetown Law Journal, Vol. 98, No. 2, pp. 247-287, 2010; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641, p. 11, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1410072>.

medida em que, partilhando os primeiros a posição dos segundos, em teoria, partilhariam também os mesmos interesses.²⁸

A este propósito, fazemos referência a algo que referimos *supra* a respeito do alinhamento de interesses entre os dirigentes e os *shareholders*.²⁹ Como já vimos, o alinhamento dos interesses em causa não é suficiente para atenuar a assunção de riscos, nem sequer sempre desejável, devido às especificidades decorrentes da área bancária. Isto explica-se pelo facto de nas instituições financeiras os interesses dos outros *stakeholders* (credores, depositantes e até o próprio Estado) assumirem uma proeminência que não possuem nas empresas não-financeiras. Tal, como referem Hamid Mehran, Alan D. Morrison e Joel D. Shapiro, deve-se ao essencialmente as duas razões: i) o facto de mais de 90% do capital bancário consistir de dívida (em oposição a uma média de 40% nas empresas não-financeiras); ii) e o facto de os *stakeholders* serem mais numerosos nas instituições financeiras que nas não-financeiras.³⁰ Ora, os acionistas muitas vezes desejam uma assunção de risco mais elevada do que seria aceitável na óptica dos restantes *stakeholders* para salvaguardar os seus interesses, pelo que mesmo que a atribuição de acções conduza a um expectável alinhamento de interesses intra-societários, tal não se traduzirá numa menor assunção de riscos por parte do banco, podendo mesmo ter o efeito oposto.

Ainda assim, Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann vêm defender a adequação da atribuição de acções enquanto instrumento integrante da componente variável da remuneração precisamente por não ser um instrumento de alinhamento perfeito. A argumentação seguida é a de que, sendo os dirigentes menos diversificados a nível de interesses do que os acionistas, na maioria das situações, aqueles terão tendência a procurar um menor nível de risco do que estes, o que contrabalançaria o nível de risco a que a instituição financeira estaria sujeita. Acrescentam ainda, embora já não relacionado com a atribuição de acções, que, no caso de ocorrência, o colapso de uma instituição financeira é substancialmente mais danosa para os dirigentes do que para os *shareholders* (nomeadamente pelo efeito causado na reputação e carreira profissional daqueles), pelo que, uma vez mais, não existirá um alinhamento perfeito de interesses.³¹

No entanto, tal como menciona Miguel Ferreira, a maioria dos autores rejeita esta visão, sustentando que continua a existir um alinhamento de interesses excessivo, que, por sua vez,

²⁸ Neste sentido, Kevin Murphy afirmava “*Stock ownership provides the most direct link between shareholder and CEO wealth*”, ver Murphy, Kevin, *Executive Compensation*, 1999, p. 36.

²⁹ Página (...) deste trabalho, a propósito da remuneração executiva ser uma matéria de *corporate governance*.

³⁰ Mehran, Hamid and Morrison, Alan D. e Shapiro, Joel D., *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?* (June 1, 2011). FRB of New York Staff Report No. 502, p. 3, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1880009>.

³¹ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27.

levaria a uma assunção de riscos igualmente excessiva.³² Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu alertam ainda para o facto de uma remuneração baseada em acções correr o risco de sobrecompensar os dirigentes que tenham a fortuna de dirigir o banco durante um período de crescimento do mercado e, em sentido inverso, subcompensar aqueles apanhados num período de menor crescimento.³³

Referindo-nos agora a outra forma de *equity-based compensation*, a atribuição de *stock options* caracteriza-se essencialmente por dar a uma das partes o direito de comprar um conjunto de acções da própria sociedade por um preço determinado *a priori*, uma vez decorrido um período de maturidade pré-acordado.³⁴ Trata-se, portanto, de um direito de opção (potestativo), cuja natureza não tem de ser necessariamente contratual, bastando para tanto que o plano de opções seja adoptado por deliberação dos sócios.³⁵ Neste caso, a mais-valia que o titular do direito de compra consegue retirar da sua opção dependerá da futura valorização das acções no mercado financeiro, pelo que, em princípio, existiria aqui um incentivo aos administradores à não-assunção de riscos excessivos, sob a pena de, não se verificando uma futura valorização aquando o fim do prazo de maturidade da opção, não ser possível ao titular desta retirar dela qualquer mais-valia.

Para além do facto de, como constata Miguel Ferreira, os problemas de alinhamento de interesses acima referidos, relativos à atribuição de acções, continuarem presentes no caso das *stock options*³⁶, a utilização destas enquanto instrumento integrante da remuneração variável tem recorrentemente um efeito de incentivo à assunção de riscos excessivos, que não se verifica, na mesma medida, no caso das *share awards*. Isto deve-se ao facto de as opções estarem, de alguma maneira, protegidas das perdas suportadas pelos acionistas da redução de valor dos activos, como demonstramos de seguida.

Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann explicam que a razão pela qual o raciocínio de um executivo de topo será diferente do de um accionista prende-se com o facto de o primeiro beneficiar plenamente de qualquer valorização das acções, mas, ao contrário do que acontece com os acionistas, não ter que suportar qualquer perda relacionada com a desvalorização das mesmas. Isto compreende-se na medida em que atribuindo a opção o direito de adquirir um determinada acção a um determinado preço pré-fixado (*strike price*), este direito só terá valor se o preço da acção for superior ao preço pré-fixado, sendo indiferente para o titular do direito

³² Ver Ferreira, Miguel, *Política de Remuneração e Risco*, in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almedina, 2016, p. 219.

³³ Ver Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 26, p. 11.

³⁴ Ver Negrão, Ana, *supra* nota 2, p. 148.

³⁵ Neste sentido, ver o art. 320.º/1 CSC, que faz depender a alienação de acções próprias da sociedade de deliberação da assembleia geral, bem como o art. 420.º CSC, que estabelece que a limitação ou supressão

³⁶ Ver Ferreira, Miguel, *supra* nota 32, p. 220.

se o primeiro é igual ou até muito inferior ao segundo.³⁷ Assim sendo, pode-se dizer que a atribuição de opções é ainda mais problemática que a atribuição de acções, na medida em que incentiva os dirigentes a assumirem riscos que nem os acionistas desejariam assumir, com o receio de verem as suas acções perderem valor.

Também Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu apontam algumas daquilo que chamam “*inherent inefficiencies*” subjacentes à atribuição de *stock options*.³⁸ Em primeiro lugar, segundo os autores, existe um problema de desempenho relativo devido ao facto de a opção de compra ser independente do desempenho global da empresa, pelo que os dirigentes obterão grandes ganhos no caso de crescimento do mercado, mesmo que a sua empresa esteja a ter um desempenho inferior às concorrentes.³⁹ Em segundo lugar, o facto de o preço das opções ser passível de ser reajustado pelos dirigentes no caso de descida de valor das acções devido a um desempenho negativo da firma, enfraquece o seu papel enquanto incentivos e prejudica-as enquanto ferramenta de alinhamento de interesses. Finalmente, em terceiro lugar, os autores argumentam ainda que as *stock options* distorcem o alinhamento entre os dirigentes e os acionistas tendo impacto na política de dividendos, na medida que o valor das opções desce com a distribuição de dividendos⁴⁰, pelo que estas incentivam a sua não-distribuição (ao contrário do que seria do interesse dos acionistas).

Por fim, relativamente à atribuição de acções preferenciais sujeitas a intransmissibilidade, podemos começar por dizer que estas possuem uma característica favorável representada pelo facto de, ao restringir sua a possibilidade de transmissão, estarem igualmente a reduzir valor especulativo que poderia resultar da sua venda, retirando-se, deste modo, o incentivo à realização de um benefício a curto-prazo à custa de um prejuízo para a empresa a longo prazo.⁴¹ Neste sentido, Sanjay Baghat e Roberta Romano sugerem que ao invés de serem constituídos por acções ou opções, os incentivos remuneratórios deveriam consistir somente em acções ou opções intransmissíveis (na medida em que o titular não poderia vender ou exercer o seu direito de compra até entre dois a quatro anos após a sua cessação de funções na firma). Esta estruturação, de acordo com os autores, levará a que os dirigentes se foquem nos

³⁷ Nesta medida, o titular da opção só se interessará pela flutuação do preço da acção acima do *strike price*, como referem os autores. Ver Bebchuk, Lucian A., Spamann, Holger, *supra* nota 27, p. 18.

³⁸ Ver Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 26, p. 12.

³⁹ No entanto, os autores admitem também que este problema pode ser evitado de diversas maneiras, como por exemplo correlacionando o direito de exercer a opção à verificação de determinadas condições de desempenho.

⁴⁰ Isto deve-se ao facto de que distribuir dividendo significa retirar valor à empresa. A curto-prazo até pode fazer subir o valor das acções tendo em vista o recebimento desses dividendos. No entanto, a longo-prazo a tendência será para baixar o valor das acções e, consequentemente, das opções (que foram adquiridas na expectativa de que o preço das primeiras subisse no futuro)

⁴¹ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27.

ganhos de longo-prazo, sendo menos susceptíveis em envolver-se em estratégia excessivamente arriscadas.⁴²

⁴² Para uma análise mais aprofundada, ver Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term*, 26 Yale J. on Reg. (2009), p. 363, disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol26/iss2/5>.

4. RESTRIÇÕES LEGISLATIVAS NA ESTRUTURA

Tendo como base a existência da remuneração variável como possível incentivo para o alinhamento de interesses, tema que temos vindo a desenvolver neste trabalho, tornou-se vital o estabelecimento de cláusulas de permitissem prevenir, ou de certa forma, gerir os danos provenientes do mau desempenho e da tomada de medidas com um nível excessivo de risco. A CRD IV (Directiva 2013/36/EU), prevê dois mecanismos importantes no seu artigo 94º, alíneas m) e n): as cláusulas *malus* e *clawback*, que já mencionamos *supra* a propósito dos Princípios⁴³. Antes de mais, importa esclarecer que parte da remuneração é que pode ser o objecto destas cláusulas, sendo que a própria Directiva dá a resposta, estabelecendo que “*até 100% da remuneração variável total é objecto de regimes de redução ou de recuperação*”⁴⁴.

As cláusulas *malus* (cláusulas de redução) permitem à empresa reduzir total ou parcialmente o montante remuneratório diferido que não constitua um direito adquirido.⁴⁵ Ou seja, diferem-se a atribuição de remunerações variáveis, evitando assim que estas sejam pagas tendo em conta os resultados das medidas de risco tomadas e o desempenho no geral. No entanto, como o direito não foi ainda adquirido pelo dirigente, não há uma ‘devolução’, ou seja, não implica a recuperação da esfera de propriedade do sujeito.⁴⁶ Neste sentido, pelo menos 40% da remuneração variável e, no caso de essa componente ser de um montante particularmente elevado, 60%, deve ser diferido, por um período mínimo de três a cinco anos e correctamente fixado em função da natureza e ciclo económico associado à actividade em causa, dos riscos e do trabalhador em causa.⁴⁷

As cláusulas *clawback* (cláusulas de reversão/recuperação) permitem à empresa reter o montante da remuneração variável cujo pagamento constitua um direito adquirido e pode mesmo implicar uma restituição de montantes já recebidos,⁴⁸ caso se verifique um desempenho financeiro negativo da instituição. Na origem desta restituição podem estar falhas graves na gestão do risco ou alterações significativas na instituição a nível económico, por exemplo. Nesta medida, são uma forma de evitar certos comportamentos e forçar a devolução de remunerações que não deveriam ter sido atribuídas. Está a estas associada, portanto, uma

⁴³ Ver página 10 do presente trabalho.

⁴⁴ Subsecção 3, artigo 94º da CRD IV (Directiva 2013/36/EU), disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=PT>

⁴⁵ Câmara, Paulo, *O Governo dos Bancos: Uma introdução*, in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almedina, 2016, p. 54.

⁴⁶ Teles, João Pedro dos Santos M., *Devolução de Remunerações indevidamente recebidas (“Clawbacks”) em Instituições de Crédito* (Novembro de 2014), pp. 5-6, disponível em: <http://www.governancelab.org/media/document/f8/89/d995ea132287da42021f3bae3f94.pdf>

⁴⁷ Subsecção 3, da alínea m) do art. 94.º da CRD IV (Directiva 2013/36/EU), disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=PT>

⁴⁸ Câmara, Paulo, *supra* nota 45, p. 54.

lógica de tutela anterior ao comportamento ilícito e uma tutela posterior à atribuição de remunerações indevidamente recebidas, respectivamente.⁴⁹

Relativamente ao facto de as cláusulas de *clawback* permitirem a restituição, surge aqui um problema adicional relativo ao facto de saber como pode ser restituída a retribuição variável que foi atribuída com base em indicadores económico-financeiros, tais como as acções ou atribuição de opções. João Teles explica que se se tratar de acções, pode-se exigir a devolução dos ganhos com base nas mesmas, enquanto se se tratar de opções, estas podem ser canceladas.⁵⁰

O período até ao qual se pode fazer desencadear estas cláusulas⁵¹ e o que pode fazer desencadear o accionamento destes mecanismos contratualmente estipulados são determinadas condições, nomeadamente a adopção de comportamentos ilícitos por parte dos dirigentes (por exemplo, não respeitar normas adequadas em matéria de aptidão e idoneidade) ou o seu contributo para perdas significativas do banco⁵². Devem ser, portanto, as instituições de crédito a estabelecer os critérios específicos de aplicação destes regimes.⁵³

A CRD IV marcou também uma nova tendência na remuneração dos dirigentes bancários, ao impor uma fixação de um limite aplicável à remuneração variável (o chamado *bonus cap*), estabelecendo que esta não pode exceder o valor da componente fixa da remuneração para cada colaborador⁵⁴. Não obstante, têm os Estados Membros a liberdade de permitir aos acionistas da instituição em causa que aprovem um limite máximo da remuneração variável superior ao permitido pela Directiva, desde que não exceda 200% da componente fixa da remuneração de cada colaborador. No entanto, neste caso, devem expor-se os motivos, o âmbito da aprovação da medida, incluindo o número de trabalhadores afectados e as suas funções.⁵⁵

A principal causa pela qual se introduziu este mecanismo foi precisamente a de evitar que fossem tomadas medidas de risco excessivas. No entanto, têm-se gerado debates em torno deste limite pois há quem defenda que os resultados não têm sido os pretendidos e que não se tem conseguido, nem reduzir a tomada de medidas de risco por parte dos gerentes, nem reduzir o risco associado à remuneração no sector bancário. Falaremos deste assunto mais adiante no capítulo relativo às propostas e críticas.

⁴⁹ Teles, João Pedro dos Santos M., *supra* nota 46, p. 5.

⁵⁰ Teles, João Pedro dos Santos M., *supra* nota 46, p. 9.

⁵¹ Teles, João Pedro dos Santos M., *supra* nota 46, p. 8.

⁵² Câmara, Paulo, *supra* nota 45, p. 54.

⁵³ Artigo 94º da CRD IV, *supra* nota 47.

⁵⁴ Artigo 94º/g)/i) da CRD IV, *supra* nota 47

⁵⁵ Artigo 94º/g)/ii) CRD IV, *supra* nota 47, que permite ainda que os Estados-Membros estabeleçam um limite máximo à remuneração variável inferior a 100%.

A CDR IV estabelece também o princípio de adequação entre a remuneração e desempenho (*pay-for-performance*) quando diz que se devem ter em conta critérios de natureza não financeira na avaliação do desempenho individual. No artigo 94º/1/a) 1 da CRD IV, fornecem-se vários requisitos para os elementos variáveis de remuneração. Exige-se, nomeadamente, que o pagamento do desempenho se baseie numa combinação da avaliação do desempenho do individual, da unidade de negócios e dos resultados globais da instituição. Além disso, o desempenho deve ser avaliado num quadro pluri-anual, a fim de garantir que o processo de avaliação se baseia no desempenho a longo prazo e que o pagamento da remuneração variável baseada no desempenho seja distribuído ao longo de um período que atenda ao subjacente ciclo económico da instituição de crédito, bem como aos riscos a estes associados. No entanto, a proporção da componente fixa deve ser suficientemente elevada de modo a que possa haver a possibilidade de não pagamento de qualquer componente variável.⁵⁶

Esta política de *pay-for-performance* que corresponde à associação da remuneração à avaliação do desempenho, como um instrumento de alinhamento de interesses dos dirigentes e dos Bancos é uma forma de mitigar o problema que decorre da teoria de agência⁵⁷. Uma grande parte dos estudos sobre a remuneração dos administradores e a sua relação com o desempenho societário aparece conectada com “*a separação entre a propriedade e a gestão que são típicas do problema de agência*”. Procura-se a melhor forma de incentivar os administradores a agir no interesse dos acionistas, equiparando esta relação àquela que se estabelece entre o agente e o principal.

Quase todas as formas de remuneração pelo desempenho implicam a existência ou o estabelecimento de medidas, critérios ou metas que pautem a variabilidade da remuneração e através das quais se possa medir o desempenho dos indivíduos a elas sujeitos. O problema apontado a estas medidas e critérios de desempenho é que são manipuláveis, e a sua manipulação representa, por vezes, a atitude óptima (na perspectiva dos seus interesses próprios) a tomar pelo administrador. Podem, então, gerar um incitamento à manipulação de resultados e ao desvio do foco do longo para o curto prazo, ou à excessiva assunção de risco. Associado a este ponto encontra-se ainda a limitação de *Golden parachutes* que são cláusulas de compensação em caso de cessação do contrato que devem reflectir o desempenho.⁵⁸

Por fim, é ainda importante fazer referência ao facto de que, reconhecendo que, nas instituições de crédito e empresas de investimento, as políticas de remuneração podem levar a comportamentos de assunção excessiva de risco e assim desestabilizar o sistema bancário, a

⁵⁶ Art. 94º/1/f) da CRD IV, *supra* nota 47.

⁵⁷ Para aprofundamento do tema, ver Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 26, p. 4.: “*A teoria da agência sugere que o contrato de remuneração baseado em desempenho, que liga o pagamento com o acionista por meio de indicadores de desempenho, como preços de ações ou metas baseadas em contabilidade, é uma maneira poderosa de atrair, reter e motivar os gerentes a prosseguir os interesses dos acionistas, tornando a administração mais sensível a estes*” (tradução livre).

⁵⁸ Relativamente a este ponto ver página 8, *supra*.

lei 28/2010, veio impor uma influência dos acionistas no processo de fixação da remuneração dos administradores. Esta política designa-se por “*say on pay*”, cuja justificação assenta num maior controlo pelos acionistas do processo de fixação de remunerações, legitimando as escolhas destas e induzindo a melhores práticas⁵⁹. Percebe-se que o escopo deste mecanismo seja essencialmente o de afastar os administradores das decisões sobre remunerações, dado o risco de parcialidade. Este dever é reforçado por um severo sistema contra-ordenacional que apenas recai sobre o dever de apresentação, mas não sobre o dever de aprovação.

⁵⁹ Ver Câmara, Paulo, *O dever de apreciação da política remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, Número 2 (Abril - Junho de 2010), p. 327.

5. PROPOSTAS E CRÍTICAS

Estando devidamente analisada a componente variável da remuneração em todos os seus aspectos, cabe-nos agora apresentar um olhar crítico sobre esta matéria, tomando uma posição diante das diversas questões controversas que rodeiam um tema tão essencial ao *corporate governance* bancário como é a remuneração dos seus dirigentes, mas que é, ao mesmo tempo, tão sensível, pelo escrutínio público e mediático a que está sujeita no período pós-crise financeira de 2007. Assim sendo, centrar-nos-emos nos três temas que, julgamos, são os mais discutidos pela literatura internacional, procurando apresentar as suas opiniões e assumir uma posição em relação a elas. São estes: i) a necessidade, ou não, da remuneração dos dirigentes bancários ser alvo de uma regulação directa; ii) a adequação dos instrumentos que integram o conteúdo da remuneração variável; iii) o *bonus cap* introduzido pela CRD IV.

Em primeiro lugar, debruçamo-nos, então sobre a questão de saber se faz sentido que a estrutura remunerativa dos dirigentes bancários, cuja elaboração estava sob alçada do órgão de administração no período pré-crise, seja regulada directamente pelas autoridades nacionais e, no nosso caso, europeias (nomeadamente, através de restrições legislativas como a CRD IV). Apesar de este ser um tema que, em princípio, extravasa o âmbito deste trabalho, centrado principalmente na remuneração variável dos executivos bancários, a sua solução tem implicações directas nesta matéria, na medida em que a remuneração variável é efectivamente imposta às instituições financeiras através de medidas legislativas. Reformulando a questão inicial e concentrando-a no âmbito deste trabalho, podemos então dizer que o que está aqui em causa é saber se o legislador se deve substituir ao conselho de administração na sua função tradicional, estabelecendo a estrutura, conteúdo e pressupostos da componente variável da remuneração executiva bancária.

Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu consideram que a posição que defende a regulação da remuneração dos dirigentes bancários não parece ser muito convincente.⁶⁰ Em primeiro, segundo estes autores, não está incontestavelmente provado que a forma como a remuneração estava estruturada contribuiu de alguma forma para a assunção de riscos excessivos que esteve na origem da crise. De facto, Andrea Beltratti e René M. Stulz, no seu estudo a respeito da crise financeira e das razões porque alguns bancos tiveram um desempenho superior aos outros, parecem vir ao encontro desta asserção, na medida em que revelam não ter encontrado qualquer evidência de que os bancos que cumpriam as melhores práticas internacionais relativas à governação bancária e à remuneração executiva tivessem

⁶⁰ Ver Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 26, p. 19.

tido um melhor desempenho que os bancos em que tal não acontecia.⁶¹ Em segundo lugar, os primeiros autores argumentam ainda que mesmo assumindo que as falhas remuneratórias tiveram um papel a desempenhar na origem da crise, daí não decorre, automaticamente, a necessidade de as regular, já que a assunção de riscos excessivos poderia ser atenuada através da regulação prudencial, ao invés de agir directamente na elaboração da remuneração. Finalmente, ao estabelecer uma estrutura remuneratória obrigatória, está-se a limitar a flexibilidade dos acordos de remuneração, e, concomitantemente, a retirar uma das ferramentas tradicionais de *corporate governance* pertencente ao conselho de administração dos bancos.⁶²

Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann, por sua vez, defendem o entendimento contrário, sustentando a necessidade de regular a remuneração dos dirigentes bancários. De facto, segundo estes autores, mesmo que não existam problemas de agência entre os dirigentes e os accionistas (pense-se no caso de um banco que seja dominado na sua totalidade por um único accionista), continuariam a existir razões ponderosas para regular se regular a remuneração executiva. Isto acontece porque, como já referimos, os bancos têm uma tendência natural ao chamado “*moral hazard*”, que se consubstancia no facto de os dirigentes/accionistas possuírem incentivos a assumir mais riscos do que os credores/depositantes assumiriam. Assim sendo, apesar da ausência da quaisquer problemas relacionados com a agência, seria ainda necessário sujeitar a remuneração a uma regulação externa.⁶³

Os autores procedem rebatendo aquelas que, na sua óptica, são as principais objecções a uma abordagem regulatória neste âmbito.⁶⁴ Primeiramente, respondem ao argumento de Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu (de que os reguladores não têm legitimidade para se substituir ao conselho de administração nas suas funções de governação), referindo que os reguladores têm toda a legitimidade para interferir nesta faceta da governação bancária, pelo facto de o Estado ter interesse directo na solidez e solvabilidade do sistema financeiro, o que lhe confere legitimidade para intervir dentro dos seus poderes. Em segundo lugar, algo que não é mencionado por Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu, poder-se-ia argumentar que os reguladores estariam numa situação de desvantagem informacional ao estabelecer as estruturas remuneratórias. No entanto, Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann contrapõem afirmando que a colocação de restrições no âmbito da remuneração não é mais exigente a

⁶¹ Ver Beltratti, Andrea e Stulz, René M., *The credit crisis around the globe: Why did some banks performed better?*, 105 Journal of Financial Economics 1: 1-17 (2012), p. 16, disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11002790>.

⁶² Também pode ter como consequência a dificuldade em manter e atrair gestores talentosos, que se sentiram mais tentados por firmas em que não sofriam tais restrições na sua remuneração, ver Ferrarini, Guido e Ungureanu, Maria C., *supra* nota 26, p. 20.

⁶³ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27,

⁶⁴ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27, pp. 46-47.

nível informativo do que a intervenção legislativa em outros assuntos bancários, nos quais o legislador possui a mesma desvantagem informativa, não se coibindo este de intervir. Em terceiro lugar, o argumento, também já mencionado em nota de rodapé (nota 62), de que tais restrições terão o efeito de afastar os gestores talentosos dos bancos a elas sujeitos também não parece ser muito convincente, na medida em que o que se pretende neste âmbito é regular a estrutura da remuneração, nomeadamente quanto à sua componente variável, e não instituir limites ao montante total desta.⁶⁵ Finalmente, quanto àqueles que afirmam que a regulação da remuneração atribuiria aos reguladores um poder de que estes poderiam abusar, respondem os autores que os reguladores já possuem amplos poderes sobre os bancos, pelo que não se trata tanto aqui de atribuir mais poderes a estes, mas sim encorajar os reguladores a fazerem uso de todos os seus poderes para regularem a estrutura da remuneração de uma maneira que tenda a uma assunção mais prudente dos riscos.

Quanto a esta questão, tendemos a concordar com a abordagem regulatória relativa à estrutura da remuneração dos dirigentes bancários. Apesar de reconhecermos mérito aos argumentos avançados por Guido Ferrarini e Maria C. Ungureanu já enunciados, principalmente ao que se prende com a limitação da flexibilidade dos acordos de remuneração, na medida em que parece existir aqui um afastamento do princípio *one size does not fit all* (já que, de certa maneira, recusa-se a adaptação da estrutura remuneratória às sociedades individualmente consideradas com todas as suas especificidades), o argumento do risco moral avançado por Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann, parece-nos determinante. De facto, verificando-se que, no caso bancário, a boa *corporate governance* (no sentido já mencionado de alinhamento de interesses intra-societários) não basta para impedir a assunção excessiva de riscos, como de resto comprova o estudo de Andrea Beltratti e René M. Stulz⁶⁶, parece-nos ser necessária, legítima e justificada uma regulação directa que combata esta tendência.

Segue-se agora a questão da adequação dos instrumentos que integram o conteúdo da remuneração variável. A apresentação e discussão destes instrumentos é algo que já fizemos no capítulo referente ao conteúdo da componente variável da remuneração, pelo que, nesta medida, nos limitaremos aqui a apresentar soluções que pretendem responder às ineficiências, já apresentadas, dos instrumentos ditos tradicionais, na busca de instrumentos alternativos.

Lucian A. Bebchuk e Holger Spamann, reconhecendo as falhas que as acções, opções e mesmo as acções sujeitas a intransmissibilidade manifestam enquanto instrumentos remuneratórios, sugerem que a remuneração dos executivos esteja ligada ao valor de um grupo determinado de valores mobiliários (possuidores de um carácter mais abrangente que

⁶⁵ Nesta medida, mesmo que tais restrições à estrutura fossem menos atractivas para os gestores, os bancos poderiam sempre elevar o montante total da remuneração para compensar tal efeito.

⁶⁶ Ver Beltratti, Andrea e Stulz, René M., *supra* nota 61.

as acções ou opções e que representassem uma grande parte da porção societária). Esta ligação será mais vantajosa, da perspectiva da não assunção de riscos, uma vez que tal estrutura submeteria os dirigentes bancários a uma grande fracção das consequências negativas do risco, pelo que levaria a um desincentivo da própria tomada de risco.⁶⁷ Alternativamente, os autores sugerem ainda relacionar a remuneração dos dirigentes ao valor agregado das acções comuns do banco, das acções preferenciais e das obrigações, num determinado momento do tempo, menos o valor de pagamento governamentais futuros. A lógica por detrás desta sugestão prende-se com o facto de que até que exista uma maneira efectiva de ter em conta as consequências que a assunção de risco pode ter nos interesses do governo enquanto garante dos depósitos, esta estrutura remuneratória consistirá numa melhoria substancial de incentivos de prevenção de risco, em comparação com os restantes instrumentos.⁶⁸

Ambas estas sugestões parecem-nos adequadas na medida em que, através delas, não se verificam os problemas de alinhamento excessivo de interesses dos dirigentes com os interesses dos acionistas, presentes no caso da atribuição de acções ou de *stock options*. Isto é alcançado uma vez que ambas as propostas focam-se somente nos interesses dos executivos, fazendo depender a parte variável da sua remuneração de um leque muito mais alargado de instrumentos financeiros, o que tem como consequência a exposição da própria remuneração dos dirigentes aos riscos por eles assumidos. Naturalmente, tal levará a uma menor assunção de riscos por parte dos executivos, com receio de perder parte da sua remuneração.

Resta-nos agora comentar a mais proeminente medida europeia na área da remuneração bancária executiva: o *bonus cap*. Como referimos *supra* a propósito das restrições legislativas à componente variável da remuneração, a imposição deste limite máximo à remuneração variável (que não pode exceder 100% da remuneração fixa ou, caso os Estados-Membros assim o estabeleçam, 200%)⁶⁹ foi uma das medidas legislativas mais criticadas pela literatura internacional. De acordo como o considerando 65, a *ratio* por detrás desta medida é evitar a tomada de riscos excessivos. Ou seja, a CRD IV parece assumir implicitamente uma correlação entre um nível elevado de remuneração variável e um nível elevado de assunção de riscos, no sentido em que o primeiro invariavelmente levaria ao segundo. Guido Ferrarini explica que adoção deste *cap* esteve longe de ser pacífica, com o Reino Unido a protestar diretamente contra o Conselho e Parlamento Europeu, procurando alcançar a anulação das limitações impostas à componente variável pela CRD IV.⁷⁰ Porém, o

⁶⁷ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27, p. 43.

⁶⁸ Ver Bebchuk, Lucian e Spamann, Holger, *supra* nota 27, p. 44.

⁶⁹ Art. 94.º/g)/ii) CRD IV, *supra* nota 47.

⁷⁰ Ver Ferrarini, Guido, *CRD IV and the Mandatory Structure of Bankers' Pay* (April 13, 2015). ECGI - Law Working Paper No. 289/2015, p. 33, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2593757>.

parecer do Advogado-geral Jääskinen considerou a alegação britânica infundada, argumentando que o *cap* não tem impacto directo no nível total remuneratório, bastando-se meramente a estabelecer uma proporção entre as componentes fixa e variável.⁷¹ Este entendimento do Advogado-geral não é, na nossa opinião, totalmente acertado, como veremos de seguida.

Ignorando agora os argumentos que poderiam ser formulados contra a existência de *caps* regulatórios em geral na área da remuneração bancária⁷², concentrar-nos-emos exclusivamente nos argumentos dirigidos contra o limite máximo à remuneração variável. Kevin Murphy, em particular, apresenta uma série de razões pelas quais, segundo o entendimento deste autor, o *bonus cap* é incapaz de alcançar qualquer dos seus dois objectivos (reduzir a assunção excessiva de riscos e reduzir aquilo que é entendido como o excessivo nível de remuneração na área bancária), das quais reproduziremos aqui algumas.⁷³ Em primeiro lugar, o limite máximo na proporção da estrutura remuneratório levará inevitavelmente a que os bancos europeus, numa tentativa de manterem competitivos no mercado mundial, aumentam o nível da componente fixa da remuneração, tornando-os mais vulneráveis aos ciclos económicos, o que, por sua vez, levará a um aumento do risco de insolvência.⁷⁴ Em segundo lugar, o *cap*, ao invés de reduzir a assunção excessiva de riscos, terá o efeito diametralmente oposto. Isto acontece porque o sistema de bónus tradicional, que se caracteriza por salários a baixo do preço de mercado mas oportunidades de bónus elevadas, oferece fortes incentivos à tomada de “bons riscos” e a evitar “maus” riscos. Ora, o sistema de limites máximos aos bónus traduzir-se-á, necessariamente, por força do aumento dos salários-base e redução dos bónus, num incentivo à assunção de riscos excessivos, já que os dirigentes terão uma grande parte da sua remuneração garantida. Em terceiro lugar, o *cap* à remuneração variável irá, inevitavelmente, reduzir a competitividade dos bancos europeus, relativamente aos bancos não-europeus e a outros intermediários financeiros não-bancários que não estejam sujeitos a estas restrições.

Guido Ferrarini avança também com o argumento, na nossa opinião determinante quanto a esta questão, de que o *cap* obrigatório é demasiado rígido e inflexível, assumindo uma abordagem “*one size fits all*”. De facto, não tendo em conta os diferentes tipos de

⁷¹ Parecer do Advogado-geral Jääskinen, relativo ao Caso C-507/13 Reino Unido e Irlanda do Norte v. Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia, parágrafo 120.

⁷² Para uma visão neste âmbito, ver Ferrarini, Guido, *supra* nota 70, pp. 32-34.

⁷³ Murphy, Kevin J., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: A Case Study in Unintended Consequences* (April 25, 2013). USC CLEO Research Paper No. C13-8; USC Law Legal Studies Paper No. 13-8, p. 1-3, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2235395>.

⁷⁴ A este propósito, Guido Ferrarini dá o exemplo do *Deutsche Bank*, que, de forma a cumprir as regras europeias relativas à remuneração e, ao mesmo tempo, competir com os bancos norte-americanos no recrutamento e manutenção de *staff*, propôs, em AG um aumento dos bónus recebidos pelos gestores de topo até o dobro do seu salário base. Caso este aumento fosse rejeitado, não restaria ao banco outra hipótese que subir os valores dos salários bases para se manter competitivo. Ver Ferrarini, Guido, *supra* nota 70, p. 36.

instituições de crédito ou os diversos níveis de exposição ao risco a que estas estão sujeitas, esta medida esquece-se que uma estruturação de incentivos apropriada para um banco, não será necessariamente adequada para outro. A isto se acrescenta o facto o *bonus cap* não ter igualmente em conta o tamanho das diversas instituições de crédito, nem, como tal, o risco sistémico que estas podem apresentar.⁷⁵

Pelo nosso lado, não podemos deixar de concordar com os dois autores *supra* referidos. Apesar da afirmação do Advogado-geral Jääskinen ser verdadeira em teoria (no sentido em que, de facto a imposição de uma proporção obrigatória entre a remuneração fixa e a remuneração variável não tem um efeito directo no nível remuneratório total), o que se verifica na prática é que os bancos, como consequência desta restrição e em ordem de se manterem competitivos, são obrigados a aumentar a componente fixa da remuneração, para que a componente variável possa também aumentar proporcionalmente. Ora, esta consequência, por sua vez, levará a que a instituição esteja sujeita, por tudo aquilo que já vimos, a um nível de risco mais elevado do que estaria inicialmente, precisamente o contrário daquilo que era pretendido pelo legislador. Neste sentido, podemos concluir a imposição do *bonus cap* é contraproducente, sendo que os seus efeitos práticos atentam directamente contra os seus objectivos teóricos.

⁷⁵ Ver Ferrarini, Guido, *supra* nota 70, p. 37.

6. CONCLUSÃO

A componente variável da remuneração dos administradores, através das fórmulas anteriormente enunciadas, tem sido o instrumento mais utilizado para alinhar os interesses dos administradores com o dos acionistas. Ao fazer depender a remuneração de certas metas de desempenho a atingir pelos dirigentes ou adoptando um sistema de remuneração baseado em acções, a ideia era a de incentivar os dirigentes a desempenhar as suas funções no interesse da instituição financeira. Partiu-se, portanto, de um pressuposto de que estes teriam um interesse directo em maximizar o valor da sociedade, uma vez que este valor se reflectiria também no montante da sua remuneração.

Ora, depois da análise individual de cada instrumento de mecanismo remuneratório anteriormente exposta, podemos concluir que este objectivo não tem sido devidamente atingido. De um ponto de vista geral, falharam os alinhamentos de interesses porque os dirigentes, ao receberem parte da sua compensação com base em acções ou prémios, tinham tendência a prosseguir estratégias de investimento mais arriscadas, tendo em vista a maximização da parte variável da sua remuneração. Há como que uma limitação do horizonte de investimento. Claro que, não obstante a adopção de políticas de maior risco poder significar, numa lógica de probabilística, maiores ganhos, significa também maiores riscos de perdas.

Os incentivos estão, portanto, orientados para o curto prazo, não só pelas medidas de risco que tendem a gerar um aumento de valor no 'imediato', como pela oportunidade de vender acções ou exercer opções que são conferidas sob forma de remuneração variável a um bom preço, ao invés de optarem por as preservar a longo prazo. Há, portanto, um foco excessivo na obtenção de lucro rápido e na tomada de medidas que reduzem a rentabilidade futura mas que aumentam a actual, expondo as instituições a prejuízos que daqui podem decorrer.

Não obstante ter sido esta a ideia da qual partimos, pudemos observar que têm vindo a ser adoptadas medidas que levaram a uma efectiva redução do nível de risco incentivado pela estrutura remuneratória. O FSB com a elaboração dos *Princípios* e dos *Standards*, e a CDR IV foram determinantes para que se desse um ponto de viragem nesta matéria.

É, pois, essencial que a remuneração deva ser ajustada a todos os tipos de risco e que os supervisores devam rever as políticas remuneratórias em causa. O próprio dever de informação das práticas remuneratórias por parte das instituições financeiras para com todos os *stakeholders* é vital para que estes possam fazer uma correcta avaliação de risco.

Surge a nova ideia de que os indicadores financeiros têm de estar enquadrados nas estratégias de longo prazo das empresas sendo que, por isso, é importante que, na avaliação do desempenho, se considerem outros factores para além do desempenho financeiro (tais como critérios no desempenho individual, como o cumprimento de regras e procedimentos internos, por exemplo).⁷⁶ Os resultados da remuneração e os resultados do risco, isto é, o direito a receber a parte variável da remuneração devem estar diretamente ligados ao desempenho global da firma, sendo que esta regra pode ser temperada com a existência de cláusulas *malus* ou *clawback* ou ainda pelo princípio do diferimento por forma a desincentivar a assunção excessiva de riscos por parte dos dirigentes bancários.

Este tema é de importante tratamento pois pode condicionar, ao fim e ao cabo, a estabilidade e sustentabilidade das instituições, contribuindo igualmente para a instabilidade do sistema financeiro. Isto, se especialmente se considerar que o sector financeiro desempenha um papel importante no financiamento da economia em geral (nomeadamente para a formação cíclica de bolhas especulativas que o que têm de mais certo é acabarem por rebentar).⁷⁷

⁷⁶ Recomendação da Comissão 2009/385/CE, disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-674_pt.htm

⁷⁷ Ver Negrão, Ana, *supra* nota 2, p. 221.

7. **BIBLIOGRAFIA**

- BEBCHUK, Lucian A. e SPAMANN, Holger, *Regulating Bankers' Pay* (October 1, 2009). Georgetown Law Journal, Vol. 98, No. 2, pp. 247-287, 2010; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1410072>.
- BEBCHUK, Lucian e FRIED, Jesse, *Paying for Long-Term Performance*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 158, pp. 1915-1959, 2010, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1535355>.
- BELTRATTI, Andrea e Stulz, René M., *The credit crisis around the globe: Why did some banks performed better?*, 105 Journal of Financial Economics 1: 1-17 (2012, disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11002790>.
- BLINDER, Alan, *After the Music Stopped. The financial crisis, the response and the work ahead* (Penguin 2013).
- BOLTON, Patrick, MEHRAN, Hamid e SHAPIRO, Joel D., *Executive Compensation and Risk Taking* (November 3, 2011). FRB of New York Staff Report No. 456, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1635349>.
- CÂMARA, Paulo, *O dever de apreciação da política remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, Número 2 (Abril - Junho de 2010).
- CÂMARA, Paulo, *O Governo dos Bancos: Uma introdução*, in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almedina, 2016.
- CORE, John E. e GUAY, Wayne R., *Is There a Case for Regulating Executive Pay in the Financial Services Industry?* (January 25, 2010), p. 25, disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=1544104>.
- DIAMOND, Douglas e RAJAN, Raghuram, *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies* (2009), American Economic Review, American Economic Association, vol. 99(2), disponível em <http://www.nber.org/papers/w14739.pdf>.
- FERRARINI, Guido and UNGUREANU, Maria C., *Executive Remuneration. A Comparative Overview* (October 14, 2014). draft chapter for the Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (J. Gordon and G. Ringe eds.), Oxford University Press, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 268/201, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2509968>.

FERRARINI, Guido e UNGUREANU, Maria C., *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: An Analysis of Executive Pay at European Banks* (March 2011). Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 441, 2011; ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1707344>.

FERRARINI, Guido, *CRD IV and the Mandatory Structure of Bankers' Pay* (April 13, 2015). ECGI - Law Working Paper No. 289/2015, p. 10, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2593757>.

FERRARINI, Guido, *CRD IV and the Mandatory Structure of Bankers' Pay* (April 13, 2015). ECGI - Law Working Paper No. 289/2015, p. 33, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2593757>.

FERREIRA, Miguel, *Política de Remuneração e Risco, in A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almedina, 2016.

Fin. Stability Bd., FSB Principles for Sound Compensation Practices (2009), disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf.

Fin. Stability Forum, FSF Principles for Sound Compensation Practices (2009), disponível em http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf.

MEHRAN, Hamid and MORRISON, Alan D. e Shapiro, Joel D., *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?* (June 1, 2011). FRB of New York Staff Report No. 502,, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1880009>.

MURPHY, Kevin J., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: A Case Study in Unintended Consequences* (April 25, 2013). USC CLEO Research Paper No. C13-8; USC Law Legal Studies Paper No. 13-8, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2235395>.

MURPHY, Kevin, *Executive Compensation*, 1999.

NEGRÃO, Ana, *A remuneração variável e o Herd Behavior entre administradores, in Estudos de Regulação Pública – II. Coimbra*, Coimbra Editora, Maio 2015.

TELES, João Pedro dos Santos M., *Devolução de Remunerações indevidamente recebidas ("Clawbacks") em Instituições de Crédits* (Novembro de 2014), pp. 5-6, disponível em: <http://www.governancelab.org/media/document/f8/89/d995ea132287da42021f3bae3f94.pdf>.