



**OS MECANISMOS DE REDUÇÃO (MALUS)
E DE REVERSÃO (CLAWBACKS)
DE REMUNERAÇÃO**

Tiago Geada Seoane

Working Paper No. 1/2020

Março 2020

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: Clawback arrangements, malus arrangements, Sarbanes-Oxley Act, Dodd-Frank Act, CRD III, CRD IV, variable remuneration, corporate governance, pay for performance, bank, credit institutions, sound remuneration policies, deferred remuneration, risk adjustment policy.

OS MECANISMOS DE REDUÇÃO (*MALUS*) E DE REVERSÃO (*CLAWBACKS*) DE REMUNERAÇÕES

Tiago Geada Seoane

Tiago_Seoane@hotmail.com

Abstract

Executive Summary

The 2008 financial crisis forced the global financial system to reflect deeply, expressed in a broad regulatory movement at national and international level, on not only its repercussions, but, above all, on reasons that underlie it, in order to prevent future crises of similar magnitude.

The analysis and identification of the problems that were upstream of the outbreak of the financial crisis revealed, as one of its main drivers, the weak remuneration structures in practice, especially in credit institutions, which promote management-level decisions focused on short-term gains, with the consequent commitment to the long-term sustainability of institutions.

As remuneration, in particular its variable component, is an essential link in promoting incentives to the performance of results in line with the interests of shareholders, thus having an important role in mitigating agency costs, the adulteration of its purposes, as evidenced in the period that culminated in the financial markets crisis, it revealed the need to find mechanisms capable of ensuring that it actually fulfills its primary function of aligning interests and encouraging sound and prudent business conduct.

It is, therefore, in this sense that we seek with this study to address two recent mechanisms - clawback and malus arrangements - for risk adjustment, which have, in terms of structuring sound and prudent remuneration policies, gaining a greater focus on hard law, as well as soft law.

We seek to analyze its implementation in different jurisdictions, as well as to understand its receptivity with investors and adopting companies.

We also analyze the different forms of structuring each of these mechanisms, their benefits and potential costs, in order to understand and assess the degree of effectiveness expected through their implementation and, thus, understand the possible added value that they can contribute to the construction of better and more efficient remuneration policies.

TABLE OF CONTENTS

Lista de Abreviaturas	5
Capítulo I – Enquadramento	7
1. Introdução	7
2. Conceitos Introdutórios.....	9
2.1. Remuneração.....	10
2.2. Relação de Agência e problemas inerentes	11
2.3. Pay for Performance	11
6.1. Reação dos Mercados – o exemplo norte-americano	24
6.2. Efeitos da reação positiva dos mercados	25
6.3. Razão de ser da reação obtida.....	25
7. Benefícios/Custos para as empresas	28
7.1. Benefícios	28
7.1.1. Benefícios Comportamentais:.....	28
7.1.2. Benefícios Reputacionais:.....	31
7.1.3. Benefícios Económico-Financeiros:	32
7.1.4. Benefícios mais relevantes para as instituições de crédito	33
7.2. Custos.....	34
8. Ganhos para os acionistas	35
Capítulo III – Clawback e malus clauses: perfil estrutural	38
9. Pressupostos e <i>Trigger Events</i>	38
9.1. Remuneração – tipo e <i>quantum</i>	38
9.2. Sujeitos abrangidos	42
9.3. Período de Acionamento	43
9.4. <i>Trigger Events</i>	45
10. Eficácia das cláusulas de redução e reversão.....	47
10.1. Principais obstáculos à eficácia dos mecanismos de <i>clawback</i> e <i>malus</i>	47
10.2. Limitações legais – o exemplo português	52
11. Monitorização e acionamento	54
11.1. Automaticidade vs. Discrecionabilidade.....	54
11.2. Órgão Externo vs. Interno	56
Bibliografia	60
Legislação Consultada	73

LISTA DE ABREVIATURAS

AIG	American International Group, Inc.
AL.	Alínea
ARRA	American Recovery and Reinvestment Act of 2009
ART.	Artigo
ARTS.	Artigos
BdP	Banco de Portugal
BoE	Bank of England
CC	Código Civil
CEO	Chief Executive Officer
CESB	Committee of European Banking Supervisors
CFO	Chief Financial Officer
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CRD III	Capital Requirements Directive III (Diretiva 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010)
CRD IV	Capital Requirements Directive IV (Diretiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013)
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CT	Código do Trabalho
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010
DL	Decreto-Lei
EBA	European Banking Authority
EESA	Emergency Economic Stabilization Act of 2008
ELA	Employment Lawyers Association
ERC	Earnings Response Coefficient
EUA	Estados Unidos da América
EY	Ernst & Young
FCIC	United States Financial Crisis Inquiry Commission
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSB	Financial Stability Board

FSB CMCG	Financial Stability Board Compensation Monitoring Contact Group
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
IRCT	Instrumento de Regulamentação Coletiva de Trabalho
M&A	Merger and Acquisition
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
P&S	Financial Stability Board Principles and Standards
P.	Página
PP.	Páginas
PRA	Bank of England Prudential Regulation Authority
PWC	PricewaterhouseCoopers
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
SEC	Securities and Exchange Commission
SEC.	Section
Sox Act	Sarbanes-Oxley Act of 2002
TARP	Trouble Asset Relief Program
UE	União Europeia
UK	United Kingdom

CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO

1. INTRODUÇÃO

Foi em setembro de 2008 com a falência do banco de investimento *Lehman Brothers* e o colapso da maior seguradora do mundo, *AIG*, que se consolidava uma das mais profundas crises económico-financeiras mundiais. A crise do *subprime*¹ acabaria por arrastar todo o sector financeiro para uma situação dramática², que originou uma sucessão de intervenções estatais, deixando a nu as frágeis bases sobre as quais se encontrava assente todo o sistema financeiro.

Soado o alarme, com a constatação de uma falência múltipla do sistema financeiro à escala mundial, que arrastaria consigo os próprios sistemas económicos e políticos, governos e organizações supranacionais iniciaram uma das maiores reformas do sector, marcada pela proliferação legislativa, visando a correção dos efeitos sentidos no imediato e a prevenção, para futuro, de situações idênticas.

De entre os problemas detetados como tendo sido críticos para o desfecho da crise de 2008, a temática referente às políticas de remuneração dos órgãos sociais das empresas, e com particular foco, das instituições de crédito, rapidamente ganhou destaque, desde logo, por via da multiplicidade de escândalos³ sobre atribuição de bónus⁴ e outras formas de remuneração variável a administradores⁵ de empresas que se encontravam a ser alvo de resgate financeiro por parte dos contribuintes. Nas palavras de SHARFMAN [et al.] percebemos a relevância da matéria remuneratória no desfecho da crise financeira: “[i]f only these companies had retained the bulk of these large bonuses over the last two years when the mortgage markets were noticeably tanking, perhaps the magnitude of the financial crisis would have been significantly less”⁶. No mesmo sentido, já de forma mais concreta no que concerne às políticas remuneratórias no sector bancário, recordamos as conclusões do FMI em como “excessive risk taking by

¹ A crise do *subprime* teve por base uma sobrevalorização e sobreconfiança que originou uma bolha no mercado imobiliário norte americano sem precedentes.

² Tome-se como exemplo a Islândia onde 97% do seu sector bancário entrou em colapso: (CULLEN e JOHNSEN, 2015: 7).

³ Como alerta GETMANENKO, “[e]xcessive executives’ compensation frequently breeds resentment, undermines consumer faith in the financial system, and overly stigmatizes otherwise common business failures”: (GETMANENKO, 2010: 81).

⁴ A título exemplificativo, em 2007, no eclodir da crise financeira, administradores e demais colaboradores da Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers e Bear Stearns, receberam um total de \$39 mil milhões em bónus, ultrapassando o valor de \$36 mil milhões atribuídos em 2006: (SHARFMAN et al., 2009: 5).

⁵ Se a generalidade dos escândalos se centraram nos administradores executivos, não podemos deixar de concordar com o FCIC, em como os incentivos derivados de frágeis e negligentes sistemas de remuneração abrangeram um amplo espectro de agentes dentro do sector financeiro. Segundo o FCIC, “This was the case up and down the line – from the corporate boardroom to the mortgage broker on the street”: (apud CULLEN e JOHNSEN, 2015: 2).

⁶ (SHARFMAN et al., 2009: 5).

banks contributed to the financial crisis (...) [and] (...) incentive structures at some financial institutions played an important role”⁷.

A necessidade de repensar os parâmetros remuneratórios e a procura por soluções atinentes ao alinhamento do valor a atribuir, a título de remuneração, e a performance das empresas, determinou a introdução de novas políticas e o redesenhar de tantas outras, com um novo cunho de intransigência para com os futuros infratores.

Neste contexto, o objeto da presente dissertação é o de analisar dois específicos mecanismos de alinhamento que têm vindo a ganhar um maior enfoco, com um reforço das disposições legislativas àqueles referentes, no pós-crise: as cláusulas de *clawback* e *malus*. Procuraremos traçar o seu desenvolvimento a nível legislativo; o ponto de situação referente à sua utilização; a sua efetividade ao nível da implementação e os efeitos, positivos e negativos, que deles podem decorrer.

A nossa exposição terá um foco particular nas instituições de crédito devido ao impacto que as mesmas tiveram no desenrolar e agravamento das consequências da crise financeira, maioritariamente no plano Europeu, onde a dependência dos governos e das empresas para com a Banca é superior à vivida nos EUA, mormente no tocante ao financiamento da economia.

A dependência das economias mundiais face ao sector financeiro, no qual, na última década, observámos a criação de instituições de crédito de dimensões, verdadeiramente, à escala global, com a inerente qualificação de *too big to fail*, são reveladoras da necessidade de reforço *ex ante* dos mecanismos de regulação atinentes à proteção do sistema financeiro, por forma a evitar novas crises de magnitude semelhante à de 2008, as quais, invariavelmente, têm reduzido a margem de atuação dos Governos ao resgate das instituições de crédito.

É, pois, o facto de a estrutura da atividade bancária ser em si mesmo «instável»⁸, em resultado dos vários riscos que a mesma comporta (e.g. risco sistémico, risco de liquidez, risco de solvabilidade) e sendo porventura a atividade mais dependente da confiança dos seus clientes, de forma acertadamente qualificada por PESTANA DE VASCONCELOS enquanto «bem extremamente frágil»⁹, fruto de uma interligação inquebrável existente entre instituições de crédito, governos, empresas, famílias, e em termos amplos a economia no seu todo, que deve impelir todo o engenho e arte na procura pelas melhores soluções regulatórias do sector bancário, através de mecanismos eficazes que permitam enquadrar todos esses riscos, por natureza da própria atividade, inerentes a esta, circunscritos ao que se possa considerar enquanto razoável, por forma a evitar ou, no mínimo, minimizar os efeitos dramáticos derivados de qualquer crise financeira.

⁷ (Apud CULLEN e JOHNSEN, 2015: 2).

⁸ (VASCONCELOS, 2018: 21).

⁹ (VASCONCELOS, 2018: 21).

É, assim, imbuídos nesta preocupação de procura por novos mecanismos, mais eficientes e eficazes, que sejam reflexo das melhores práticas de governo das empresas em sentido amplo, e das instituições de crédito em particular, que optámos por, no decurso desta exposição, dar foco próprio a estas.

2. CONCEITOS INTRODUTÓRIOS

Antes de partirmos para a destriça dos conceitos de clawback e malus importa, de forma sucinta, fazer menção a alguns conceitos-chave que nos farão melhor compreender aqueles.

Iniciamos por precisar o conceito de remuneração e a sua decomposição em remuneração fixa e variável, o qual nos permitirá compreender o que pode ou não ser objeto dos mecanismos ora em estudo; falamos, igualmente, do conceito da teoria da agência e o alinhamento dos interesses dentro da relação de agência, o qual nos providencia a razão de ser ou a necessidade que compele à utilização destes mecanismos; e, por fim, abordamos o conceito e princípio orientador lógico dos mecanismos aqui a retratar do *pay for performance*, i.e, o princípio que entendemos, por legítimo, deve orientar a sua utilização.

2.1. REMUNERAÇÃO

As prestações remuneratórias pagas aos colaboradores de uma empresa podem revestir um carácter fixo ou variável.

Se é certo que a generalidade dos colaboradores¹⁰, que na sua grande maioria se veem ligados à empresa através de um vínculo laboral¹¹, têm como principal, ou mesmo única, fonte de rendimento a remuneração fixa que lhes é atribuída, o mesmo já não sucede com os colaboradores que exercem funções de gestão, nomeadamente os administradores executivos¹². No caso destes, à remuneração fixa acresce, hoje em dia de forma expressiva, uma componente variável à remuneração global auferida.

Ao passo que a remuneração fixa se apresenta como reflexo da experiência profissional do colaborador, da sua posição hierárquica e das funções que desempenha, estando em causa a contrapartida que auferi por força do trabalho para o qual foi contratado (independentemente do regime ao abrigo do qual essa contratação se operou) e cuja atribuição em nada depende dos resultados por si produzidos. Nas palavras de OLAVO CUNHA, “[a] remuneração fixa justifica-se (...) sempre que o pagamento deva ser efetuado independentemente dos resultados da empresa”¹³.

Já a remuneração variável reflete, por norma, o desempenho¹⁴ do colaborador, encontrando-se o montante a receber na dependência da verificação de determinados critérios de performance pelo que, contrariamente ao que se sucede com a retribuição fixa, a componente variável não é garantida. Desta forma, enquanto a remuneração fixa é não revogável, irredutível ou não suspensa¹⁵, a remuneração variável só deve ser atribuída em função do cumprimento de critérios predeterminados, podendo, inclusivamente, ser reduzida a zero.

É, apenas, sobre a componente variável que irão incidir os mecanismos de redução e reversão.

¹⁰ A utilização do termo «colaborador» para representar a universalidade de sujeitos que compõe a estrutura hierárquica de qualquer empresa, desde os seus trabalhadores aos membros dos órgãos sociais, não se prendendo perante o tipo de relação jurídica que os define, opção tomada nas peças legislativas e demais documentos de *soft law* a nível europeu, bem como nacional, sobre a presente temática, visou uma concisão terminológica capaz de abarcar as múltiplas funções que podem e devem, no entender do legislador, ser objeto dos mecanismos em estudo. Nesse sentido, também aqui utilizaremos o termo colaborador com o referido contexto e sentido.

¹¹ Principalmente no sector bancário.

¹² A natureza jurídica da relação administrador-empresa é um tema que suscita diversas divergências doutrinárias, sendo várias as teses avançadas: contratualistas; unilateralistas; e teses da divisão. Sobre o tema: (CORDEIRO, 2011: 903-925); (CUNHA, 2006: 790-791) e (ABREU, 2014: 580-584).

¹³ (CUNHA, 2006: 589).

¹⁴ A remuneração variável pode, ainda, versar sobre matérias não conexas com o desempenho – e.g. prémios de permanência.

¹⁵ Salvo casos excecionalmente previstos na lei (e.g. arts. 129º, nº1, d) e 295º, nº1 do CT).

2.2. RELAÇÃO DE AGÊNCIA E PROBLEMAS INERENTES

Desenvolvida por JENSEN e MECKLING¹⁶ a Teoria da Agência aborda a temática dos conflitos¹⁷ originados dentro das empresas, fruto de um desalinhamento de interesses entre principal e agente.

O crescimento das empresas e a consequente dispersão da propriedade determinou a, inevitável, separação entre gestores (agente) e acionistas (principal), ou seja, entre controlo e propriedade, abrindo espaço para que aqueles conduzissem o negócio empresarial em seu interesse relegando para segundo plano, ou mesmo contrariando, os interesses dos acionistas.

É, pois, a necessidade de assegurar o alinhamento de interesses entre principal e agente que obriga à criação de mecanismos capazes de promover tal finalidade ou, pelo menos, minimizar os custos de agência, de que, e como faremos explicar ao longo desta tese, os mecanismos de *malus* e *clawback* entendemos serem um bom exemplo.

2.3. PAY FOR PERFORMANCE

Por fim, o conceito de *Pay for Performance*, o qual deve ser visto como o princípio e motor da construção de qualquer política remuneratória. Trata-se do fundamental princípio que se encontra por detrás, nomeadamente, dos mecanismos de reversão e redução da remuneração.

O princípio *Pay for Performance* não é mais do que o “apelo à adequação entre remuneração e desempenho”¹⁸.

Ora, como iremos ver no decurso da presente tese, os mecanismos de *clawback* e *malus* são verdadeiros *instrumentos polícia* deste princípio uma vez que permitem, com a sua mera implementação, desincentivar à adoção de comportamentos de risco excessivo e desconformes com a sustentabilidade da empresa a longo prazo e, no caso de essa pretensão falhar, permitem, ainda assim, uma atuação posterior que assegura o cumprimento do princípio *pay for*

¹⁶ (JENSEN e MECKLING, 1976).

¹⁷ Sobre os conflitos de agência: (OLIVEIRA, 2018: 17-20); (FERNANDES: 2014); (PINA, 2005: 128-135) e (BEBCHUK e FRIED, 2003).

¹⁸ (CÂMARA, 2012: 1).

performance ao retirar ao colaborador infrator os montantes indevidamente atribuídos e que, em face dos reais resultados apresentados, o mesmo não se revelou merecedor.

3. CLAWBACKS VS. MALUS – CONCEITO

Procuramos agora proceder à concretização de uma definição de *clawback* e *malus*. Para tal, importa, embora de forma sucinta, abordar: (i) as fontes das quais emanam; (ii) âmbito objetivo, subjetivo e temporal; (iii) modo de operacionalização; e (iv) função desempenhada.

No que concerne à fonte da qual emanam estes mecanismos, os mesmos podem resultar da própria lei, como sucedeu com a *clawback* inscrita no *Sarbanes-Oxley Act* ou no *Dodd-Frank Act*¹⁹; ter origem contratual, decorrendo da negociação, vertida diretamente no contrato, entre colaborador e empresa; e, finalmente, podem ter origem nos normativos internos das empresas²⁰, nomeadamente na política de remuneração, sendo certo que pode não dispensar ulterior desenvolvimento ao nível contratual quanto às especificações a aplicar aos colaboradores visados.

Quanto ao objeto, ambos os mecanismos se centram na remuneração variável, não podendo versar sobre a componente fixa remuneratória, pelos motivos *supra*²¹ aludidos.

No respeitante ao âmbito subjetivo, estes mecanismos embora inicialmente tenham sido restritivamente aplicados ao CEO e CFO²², a verdade é que podem ser aplicáveis a qualquer colaborador cujo contrato preveja a atribuição de remuneração variável. Em termos gerais, podemos afirmar que aqueles estão pensados, principalmente, para os colaboradores que desempenham funções de chefia, como sucede com os administradores executivos, colaboradores que tenham impacto significativo no perfil de risco e no desenhar da estratégia a prosseguir pela empresa, bem como aqueles cuja remuneração variável se apresente como significativa.

¹⁹ Cf. *infra* subsecção 5.1.

²⁰ CARPINTEIRO defende que estes mecanismos podem ser consagrados, em termos gerais, nos estatutos da empresa: (CARPINTEIRO, 2015: 23). Entendemos que tal não será adequado devendo o lugar próprio de consagração, em primeira linha, residir na política de remuneração da empresa, desde logo pelo facto de, consagrando-se nos estatutos da empresa, a alteração aos mesmos ter de seguir o regime do art. 85º do CSC. Partilhando da opinião de que a consagração deve ocorrer na política de remuneração (ELA, 2014: 5).

²¹ Cf. subsecção 2.1.

²² Assim sucedeu com o Sox Act.

O âmbito temporal corresponde ao período de tempo sobre o qual os mecanismos em questão podem atuar. Quer isto dizer que a delimitação temporal estabelecida terá consequências relativamente ao *quantum* que poderá ser alvo de recuperação, sendo, assim, um fator de delimitação da quantia abrangida por aqueles.

Quanto ao modo de operacionalização, estes mecanismos encontram-se na dependência da verificação de determinados pressupostos fácticos a que se denomina de «*trigger event*», i.e., circunstâncias fácticas sem as quais aqueles não podem ser acionados.

Por fim, terminando o traçar de características comuns a ambos os mecanismos, quanto à sua função, estes embora sejam referenciados na generalidade dos documentos legais e demais orientações sobre políticas remuneratórias como tratando-se exclusivamente de mecanismos de ajustamento pelo risco *ex post*, entendemos tanto poderem servir como instrumentos de tutela *ex-ante*²³, i.e. funcionam como instrumentos dissuasores de adoção de determinados comportamentos indesejados, mas também como instrumentos penalizadores que forçam a redução/reversão de remunerações que se mostrem indevidas, fruto da prática de tais comportamentos considerados malquistos.

Não obstante as características comuns de ambos, os mesmos diferem, não na sua finalidade central, mas sim quanto à constituição do direito ao objeto.

Se é certo que, como referido, ambos os mecanismos têm por objeto a remuneração variável, enquanto a *malus* permite a redução do montante remuneratório variável objeto de diferimento e cujo pagamento ainda não constitui um direito adquirido, i.e. versa sobre montante que ainda não é propriedade do seu destinatário. Já no caso das *clawbacks*, ou mecanismos de reversão, permite-se a recuperação dos montantes de remuneração variável atribuídos ou a atribuir (tratando-se já de um direito adquirido), sendo o colaborador obrigado a restituir esses mesmos valores.

Em suma, podemos definir *clawback* como o mecanismo de reversão, de natureza legal, contratual ou regulamentar, através do qual, o colaborador de uma empresa se vê obrigado, por força de ocorrência de determinado facto desencadeador ou *trigger event*, a restituir àque-la, os montantes remuneratórios de natureza variável, já pagos ou cujo pagamento constitua direito adquirido, em determinado espaço temporal, que se mostrem imerecidos ou indevidamente atribuídos. Já *malus clause* pode ser definida como o mecanismo de redução, de natureza legal, contratual ou regulamentar, através do qual, o montante remuneratório variável a

²³ Partilhando da mesma opinião: (HODGE e WINN, 2012: 2); (TELES, 2014: 5); (DEHAAN et al., 2012: 1); (GROENEWEGEN, 2015: 10); (ERKENS et al., 2014b: 7); (LIU et al., 2019: 3); (HUANG et al., 2016: 3) e (GUERREIRO, 2016: 7).

atribuir ao colaborador de uma empresa, não consistindo, ainda, um seu direito adquirido, é passível de ser alvo de redução, em consonância com os critérios subjacentes para a sua atribuição, por força da verificação de determinado facto desencadeador ou *trigger event*.²⁴

4. RELEVÂNCIA DOS MECANISMOS DE MALUS E CLAWBACK

A relevância dos mecanismos de redução e reversão é reflexo do princípio que a estes subjaz – *pay for performance*.

Através destes instrumentos pretende-se garantir que administradores, e demais colaboradores àqueles sujeitos, não poderão apoderar-se, em detrimento da empresa, de montantes remuneratórios que se mostrem imerecidos e não condizentes com a sua performance.

A consagração deste princípio na estrutura remuneratória da empresa²⁵, em que o que se remunera é reflexo da performance do profissional em particular e da empresa em geral, não só transmite uma mensagem importantíssima para o mercado quanto, não só à filosofia e valores da própria empresa, a adequação das suas práticas de *corporate governance*, como também uma mensagem interna para o conjunto dos seus colaboradores em como podem confiar na meritocracia que governa as formas de os remunerar.

Recordamos aqui as palavras da anterior *Chairman* da SEC, MARY JO WHITE, que referindo-se à *clawback* do DFA resumiu a *ratio legis* deste mecanismo: “executive officers should not be permitted to retain incentive-based compensation that they should not have received in the first instance, but did receive because of material errors in their companies’ publicly reported financial statements”²⁶.

Pretende-se, igualmente, por via destes instrumentos, reforçar o alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas, incentivando ao ajustamento dos riscos a assumir na estratégia da empresa dando primazia ao longo prazo²⁷ e reprimindo a adoção de comporta-

²⁴ Os conceitos de *malus* e *clawback* nem sempre se apresentam uniformes entre as várias jurisdições, podendo existir múltiplas formas de definir e descrever estes mecanismos. Como refere a BoE PRA, “The terms “malus” and “clawback” are often used interchangeably but do in fact constitute distinct forms of performance adjustment.”: (BoE PRA, 2017: 19).

²⁵ Nas palavras de GAO [et al.], “clawback clause serves as a yardstick of the “pay-for-performance” principle, which is central in executive compensation.”: (GAO et al., 2011: 3).

²⁶ (Apud BAKKE et al., 2018: 3).

²⁷ Assim: (HILL, 2010: 36).

mentos (lícitos ou ilícitos) atinentes a uma gestão imprudente, excessivamente arriscada e focada, por exclusivo, nos ganhos de curto prazo.

5. ENQUADRAMENTO LEGAL

5.1. EUA

O primeiro diploma legal a prever um mecanismo de *clawback* foi o *Sarbanes-Oxley Act*.

Aprovado pelo Congresso Americano, em 2002, como resposta aos escândalos de fraudes e demais manipulações financeiras que, à altura, fustigaram grandes empresas²⁸ nos EUA e que tinha como propósito restabelecer a confiança dos investidores nos mercados de capitais, o Sox Act veio introduzir um mecanismo de *clawback*, na sua *SEC. 304*, a adotar pelas empresas a operar no espaço norte-americano.

Desta *SEC. 304* resulta a necessidade, na eventualidade de uma empresa²⁹ ter que proceder a uma reformulação das suas demonstrações financeiras fruto do incumprimento, derivado de conduta culposa^{30,31}, dos requisitos de reporte financeiro, nos termos da legislação de valores mobiliários vigente, exigir ao CEO e CFO, a devolução da remuneração variável, bem como os ganhos obtidos, em resultado da venda de ações representativas do capital da empresa, durante o período de 12 meses após publicação ou depósito junto da SEC da demonstração financeira alvo de correção³².

²⁸ Veja-se os casos da Enron e Arthur Andersen.

²⁹ O mecanismo de *clawback* do Sox Act apenas se aplica às empresas emitentes ou com possibilidade de emitir valores mobiliários, i.e., às empresas que, em conformidade com o *Securities Exchange Act* de 1934, são qualificadas como «issuers».

³⁰ O Sox Act exige a ocorrência de comportamento qualificado como «misconduct» para que a *clawback* possa ser acionada. Tratando-se de conceito indeterminado, não existindo definição legal orientadora, seja no próprio Sox Act, seja no *Securities Exchange Act* de 1934, entendemos, tendo por base a definição avançada pelo FSB, o qual define *misconduct* como “conduct that falls short of expected standards, including legal, professional and ethical standards”, que a mesma se aproxima, para efeitos de tradução, de uma conduta culposa (abrangendo aqui tanto a culpa dolosa como negligência grave) – (FSB, 2018b: 5). De forma semelhante: (TELES, 2014: 9) e (GUERREIRO, 2016: 9). Sobre o conceito de *misconduct* ver também: (PRICE, 2017).

³¹ Uma questão que se colocou relativamente à exigência da verificação de comportamento qualificado como «misconduct» era se o mesmo teria que ser imputado ao CEO e/ou CFO para que a *clawback* pudesse ser acionada ou se bastava que fosse imputável à empresa. Tal veio a ser esclarecido pelos Tribunais norte-americanos, como nos referem FRIED e SHILON: “a court has accepted the SEC’s arguments that the clawback can be applied as long as there is some misconduct associated with the false financial statement, even if the executive himself did not commit misconduct”: (FRIED e SHILON, 2011b: 730).

³² A SEC veio clarificar que este mecanismo seria, igualmente, aplicável sempre que a empresa não proceda à reformulação das demonstrações financeiras, quando exigível. Cf. (BROWN et al., 2011: 8).

O mecanismo de *clawback* só voltaria a ser alvo de regulamentação, no quadro norte-americano, com o despoletar da crise de 2008.

De destacar, neste contexto, o *Troubled Asset Relief Program*³³ e o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

Como conjunto de reformas criadas pelo Tesouro Americano, tendo em vista a estabilização do sistema financeiro, o TARP impôs um conjunto de regras às instituições beneficiárias daquele, nomeadamente ao nível da remuneração dos executivos, de entre as quais, a necessidade de prever uma cláusula de *clawback*. Este mecanismo apresenta diversas alterações face à *clawback* do Sox Act, desde logo, ao nível do âmbito subjetivo, o qual surge naquele, claramente, amplificado, não se limitando a sua aplicação somente ao CEO e CFO, mas antes abrangendo os 5 executivos mais bem remunerados³⁴.

Ao TARP, seguir-se-ia, em 2010, o DFA, o qual veio prever na sua SEC. 954 a incorporação de uma nova secção, SEC. 10D³⁵, ao *Securities Exchange Act* de 1934, a qual estabelece uma renovada política de *clawback*, segundo a qual, sempre que a empresa se veja obrigada, em cumprimento das leis de valores mobiliários, a reformular as suas demonstrações financeiras³⁶, devido ao incumprimento material³⁷ daquelas, deve proceder à recuperação do excesso de remuneração, indevidamente atribuído, derivado de resultados financeiros que se revelem incorretos, aos atuais e anteriores *executive officers*³⁸, tendo por referência o período de três anos anteriores à referida e necessária reformulação financeira.

³³ O TARP foi criado pelo *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008. O EESA facultava ao Secretário do Tesouro norte-americano, autoridade para comprar ou garantir até \$700 mil milhões de «troubled assets» (ativos tóxicos), pertencentes às instituições financeiras.

³⁴ Em fevereiro de 2009, o *American Recovery and Reinvestment Act* viria a produzir alterações ao texto do EESA, mormente no que concerne à política de *clawback* decorrente da sua SEC. 111, reforçando a necessidade de todas as empresas denominadas de «TARP recipiente», i.e. todas as empresas beneficiárias de assistência financeira provida pelo TARP, implementarem um mecanismo de *clawback*, o qual passou a ser aplicável não apenas aos 5 executivos mais bem pagos da empresa, mas, igualmente, aos 20 colaboradores mais bem remunerados daquela.

³⁵ Para uma análise ao mecanismo de *clawback* do DFA: (BACHELDER, 2015) e (BROWN e LIFSHITS, 2011).

³⁶ Sobre o conceito de reformulação financeira («*restatement*»): (EY: 2015); (BACHELDER, 2015: 2) e (SEC, 2015: 25).

³⁷ Cf. (BURGESS, 2015: 2).

³⁸ Nos termos da *Proposed Rule 10D-1*, *executive officer* engloba “the issuer’s president, principal financial officer, principal accounting officer (...), any vice-president of the issuer in charge of a principal business unit, division or function (...), any other officer who performs a policy-making function, or any other person who performs similar policy-making functions” – Cf. (SEC, 2015: 183).

5.2. UE

Contrariamente ao que sucede nos EUA³⁹, onde as *clawbacks* foram pensadas para aplicação à generalidade das sociedades cotadas, no plano europeu a regulamentação dos mecanismos em estudo (*clawback* e *malus*) concentra-se no sector financeiro. Nesse sentido, cabe destacar a Diretiva 2010/76/UE⁴⁰ e a Diretiva 2013/36/UE⁴¹.

A CRD III veio no seu Anexo I aditar ao Anexo V da Diretiva 2006/48/CE, no referente às políticas de remuneração, a necessidade de garantir que a remuneração variável se apresente, aquando da atribuição ou aquisição, sustentável face à situação financeira da instituição de crédito e ao seu desempenho. Impõe, ainda, que a remuneração variável total seja “reduzida caso o desempenho da empresa regrida ou seja negativo, (...) nomeadamente através de regimes de agravamento (“*malus*”) ou de recuperação (“*clawback*”)”⁴². Tratando-se da primeira diretiva a prever os mecanismos de *clawback* e *malus* ao nível europeu, não deixa, no entanto, de suscitar curiosidade que a previsão dos mesmos surja, apenas, oito anos após a sua criação no espaço norte-americano.

Posteriormente, na CRD IV, de destacar a al. n), nº1, do art.94º, que vem estipular a necessidade de implementação de mecanismos de redução e reversão de remuneração, através do estabelecimento de critérios específicos para o seu funcionamento, por parte das instituições de crédito devendo, nomeadamente, esses critérios abranger, no plano subjetivo, todo o colaborador que: (i) tenha participado ou sido responsável por uma ação da qual resultaram perdas significativas; (ii) não tenha dado cumprimento às normas adequadas em matéria de aptidão e idoneidade.

Observa-se, através deste último diploma, um maior contributo no que se refere ao desenvolvimento destes mecanismos, sendo reflexo da crescente importância que estes foram adquirindo como meios de promoção de uma política remuneratória sã e prudente.

De destacar, ainda, a Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias, de abril de 2009, relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros, a qual, embora não abordando diretamente os mecanismos em estudo, refere no ponto 4.6. da sua secção II

³⁹ Para uma análise sumária aos vários mecanismos de *clawback* consagrados na legislação norte-americana: (BACHELDER, 2011).

⁴⁰ Diretiva 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010, que altera as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE no que diz respeito aos requisitos de fundos próprios para a carteira de negociação e para retitularizações, bem como à análise das políticas de remuneração pelas autoridades de supervisão.

⁴¹ Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁴² Ponto 11, nº23, al. q), *in fine* da Diretiva 2010/76/UE.

a necessidade de os Estados-Membros assegurarem que as instituições financeiras sejam dotadas de instrumentos que lhes permitam exigir, aos seus colaboradores, a devolução dos prémios atribuídos, sempre que tal atribuição se venha a revelar indevida.

Importa, também, referir o trabalho desenvolvido, inicialmente pelo CEBS, com os seus *High-level Principles for Remuneration Policies* de 2009 e os *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* de 2010, bem como, posteriormente, pela EBA⁴³, com as *Orientações relativas a Políticas de Remuneração Sãs*⁴⁴.

Neste conjunto de relevantes documentos sobre políticas remuneratórias verificamos, igualmente, um claro aprofundamento no tratamento dos mecanismos em estudo. Se no primeiro dos documentos se encontra uma mera e breve referência ao mecanismo de *clawback*, tendo em vista exclusivamente as situações fruto de atividades fraudulentas, no segundo documento do CEBS deparamo-nos com um maior desenvolvimento no tratamento das *clawbacks* e o surgimento dos mecanismos de *malus*.

As *Guidelines* do CEBS apresentam, assim, não apenas uma definição de *clawback* e *malus*, como estabelecem um conjunto de critérios que devem permitir o seu acionamento. Ao referirem que estes mecanismos são “element absolutely necessary to improve full alignment of the remuneration policy with risk taking”⁴⁵, estas orientações acabam por salientar de forma clara e inequívoca o papel dos mesmos no seio das políticas remuneratórias.

Posteriormente, já sobre a égide da EBA, e ao abrigo do mandato que lhe fora conferido nos termos dos arts. 74º, nº3 e 75º, nº2 da Diretiva 2013/36/UE, com vista à emissão de orientações em matéria de política de remuneração, no âmbito do governo societário, observamos um contínuo desenvolvimento no tratamento da temática das políticas de ajustamento pelo risco *ex post*, com a dedicação de uma secção específica⁴⁶ para os mecanismos de redução e reversão de remuneração. Para além da referência que é feita a estes mecanismos, como elementos essenciais e através dos quais é possível, nomeadamente, avaliar a exatidão dos mecanismos de ajustamento pelo risco *ex ante* – porquanto aqueles só serão aplicáveis quando estes não se tenham revelado eficazes – importa, igualmente, fazer menção ao duplo critério sobre o qual deverão estes mecanismos operar para efeitos do seu acionamento, no sentido de que devem ser tidos em consideração não apenas a avaliação do desempenho individual do colaborador, mas também o desempenho das unidades de negócio e da empresa como um todo.

⁴³ Criada em 2011, a EBA veio substituir a CEBS.

⁴⁴ Estas orientações vieram revogar as orientações do CEBS relativas às políticas de remuneração de 2010.

⁴⁵ (CEBS, 2010: 67).

⁴⁶ Cf. (EBA, 2016: 64-66).

Por fim, de referir o contributo das orientações da EBA no que concerne aos critérios que devem determinar o acionamento de ambos os mecanismos. A acrescentar aos critérios já previstos na CRD IV são estabelecidos cinco critérios específicos a que importa aludir: (i) prova de má conduta ou erro grave do membro do pessoal (e.g. violação de regulamentação interna da empresa); (ii) quebra significativa na performance financeira (da instituição ou respetivas unidades de negócio); (iii) falhas significativas ao nível da gestão de risco; (iv) aumentos consideráveis na base de fundos próprios económicos ou regulamentares da instituição ou de sua unidade de negócio; (v) sanções regulamentares para as quais tenha contribuído a conduta do colaborador identificado.

Comparativamente ao *supra* exposto relativamente à legislação norte-americana, observamos que o mecanismo de *clawback* previsto nas diretivas europeias encontra-se pouco desenvolvido no respeitante às características daquele. Seria, pois, de esperar um maior desenvolvimento e especificação quanto aos critérios orientadores da sua constituição e implementação.

A introdução destes mecanismos no quadro regulamentar europeu acaba, desta forma, por ficar-se pela sua mera referência enquanto políticas a adotar por parte das empresas àqueles sujeitas, deixando, aparentemente, ao critério das mesmas a sua concreta estruturação. Podendo compreender que uma concretização absoluta não possa ocorrer, seja pela dificuldade que a mesma acarretaria em face da multiplicidade de combinações de fatores a considerar em ambos os mecanismos, e a que *infra*⁴⁷ se fará alusão, bem como por respeito ao princípio da proporcionalidade⁴⁸, por forma a garantir uma maior flexibilidade às empresas para adaptarem os referidos mecanismos à sua dimensão, natureza e capacidade de monitorização e implementação, entendemos, mesmo assim, que maiores avanços poderiam ter sido dados no referente ao uso destes mecanismos no plano da legislação europeia.

5.3. INTERNACIONAL

No plano Internacional cabe destacar o contributo de organizações como a OCDE e o FSB.

Destacamos, assim, os Princípios da OCDE⁴⁹ sobre o Governo das Sociedades, os quais, na sua segunda revisão, em 2015, referindo-se pela primeira vez aos mecanismos de *clawback*

⁴⁷ Cf. secção 9.

⁴⁸ Sobre este princípio: (CÂMARA, 2016: 31).

⁴⁹ Estes princípios consistem num conjunto de normas de carácter não vinculativo e de boas práticas de governo societário que têm o propósito de auxiliar e servir de orientação para o desenvolvimento de iniciativas legislativas

e *malus*⁵⁰, enquadra-os e qualifica-os como sendo boas práticas a incluir nas políticas remuneratórias das empresas. Tal qualificação não pode deixar de ser reflexo da importância crescente destes mecanismos no seio da estruturação das políticas remuneratórias sãs.

Igualmente relevante, e já tendo como foco, exclusivamente, as instituições financeiras, são os contributos em matéria de política de remunerações, em geral, e mecanismos de ajustamento pelo risco *ex post*, em particular, do FSB⁵¹.

De referir, num primeiro plano, os *Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards*⁵², de 2009, onde encontramos menção aos mecanismos de redução e reversão de remuneração, recomendando-se a redução do valor total de remuneração variável paga, pelas empresas, sempre que as suas performances financeiras regridam ou sejam negativas, nomeadamente, através daqueles dois mecanismos expressamente contemplados.

Mais recentemente, o FSB viria a publicar, em 2018, dois documentos a que importa fazer menção. Um primeiro, denominado *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices: Overview of responses to the consultation*, o qual resulta de um conjunto de respostas de bancos, grupos de investidores, organizações não-governamentais, um banco central, e outras instituições de relevo, relativamente às suas apreciações em face de anterior documento⁵³, de carácter consultivo, publicado pelo FSB em junho de 2017. Através deste último documento é possível compreender o modo como são vistos, percebidos e rececionados pelas instituições destinatárias do conjunto de princípios de boas práticas remuneratórias, de 2009, mormente no que concerne às políticas de *clawback* e *malus*.

A generalidade das entidades que responderam ao FSB, entendem deverem as empresas ter implementadas políticas de *malus* e *clawback*, acrescentando, no entanto, que o como e quando as mesmas devem ser aplicadas, deve ficar ao cuidado e na discricionariedade da pró-

nos Estados-Membros da OCDE (atualmente 36 países) e procuram, acima de tudo, incrementar a confiança, integridade e transparência nas políticas remuneratórias, por forma a promover um bom funcionamento dos mercados, assente numa cultura de valores e de comportamentos profissionais e éticos que cumpram com o papel essencial das empresas na vida económica nacional, bem como internacional. Embora se dirijam às empresas de capital aberto, financeiras e não financeiras, os princípios em causa podem, igualmente, apresentar-se como ferramentas úteis a aplicar pelas demais empresas.

⁵⁰ Tendo os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades sido publicados, pela primeira vez, em 1999, e tido a sua primeira revisão em 2004, apenas em 2015, com a sua segunda revisão, surgem referências aos mecanismos de reversão e redução da remuneração variável.

⁵¹ O FSB, criado pelos países que compõem o G20, em abril de 2009, substituindo o FSF, tem como missão a monitorização e a produção de recomendações sobre o sistema financeiro global visando, assim, promover a estabilidade financeira internacional.

⁵² Conjunto de padrões ou práticas de remuneração, aplicáveis às instituições financeiras, que visam complementar os *Principles for Sound Compensation Practices* do FSF.

⁵³ (FSB, 2017c).

pria empresa⁵⁴. E um segundo documento, em resultado daqueles, denominado *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices*, aplicável às instituições financeiras consideradas como significativas, o qual consiste num conjunto de recomendações sobre boas práticas remuneratórias que procura ser um guia complementar face aos anteriores P&S publicados. Este último guia produzido pelo FSB, no que concerne às políticas de *clawback* e *malus*, vem dar um importante contributo, nomeadamente, no que se refere aos eventos que devem determinar o seu acionamento, os sujeitos a quem se deverão aplicar estes instrumentos, bem como os fatores a ter em consideração na determinação da remuneração a reduzir/recuperar⁵⁵.

Num segundo plano, mas não menos importante, cabe destacar os sucessivos relatórios publicados pelo FSB no âmbito dos seus P&S.

Neste contexto, o FSB publicou em 2011 o *Thematic Review on Compensation*⁵⁶ o qual avalia o grau de implementação dos P&S, bem como o seu impacto nas políticas remuneratórias das instituições financeiras.

Posteriormente, o FSB CMCG veio a publicar, com carácter anual, um conjunto de relatórios de progresso com vista a avaliar não apenas o grau de implementação dos P&S, mas tendo, também, um foco particular nas principais dificuldades reportadas pelas várias jurisdições-membro na sua implementação. De entre os temas mais abordados ao longo dos sucessivos relatórios de progresso, os quais se iniciaram em junho de 2012⁵⁷, encontramos os mecanismos de *clawback* e *malus*.

No último relatório, de 2019, o FSB CMCG aborda, nomeadamente, as principais dificuldades que têm sido reportadas na implementação destes mecanismos e o grau de progresso efetuado ao nível regulatório dentro de cada jurisdição-membro. Atualmente, estes mecanismos são aplicáveis na maioria das jurisdições-membro⁵⁸ do FSB, de que são exemplo a Coreia do Sul, Índia, Japão, Arábia Saudita, UK, USA, Singapura e Canadá.

⁵⁴ (FSB, 2018b: 3).

⁵⁵ Cf. (FSB, 2018c: 6 e 11-13).

⁵⁶ Segundo *peer review* sobre a implementação dos P&S: (FSB, 2011).

⁵⁷ São já seis os relatórios de progresso.

⁵⁸ Segundo este relatório, tem sido reportado uma diminuição na utilização de mecanismos de *malus* nos EUA e Coreia do Sul e um aumento do seu uso em países como a Argentina, Índia e Suíça. Já no Brasil, Japão, México, Arábia Saudita, Hong Kong e Singapura a percentagem de utilização das *malus clauses* mantém-se inalterada. No que respeita às *clawbacks*, verifica-se um aumento da sua aplicação na Índia e uma diminuição na Coreia do Sul – (FSB, 2019: 40).

5.4. PORTUGAL

No plano nacional, e apesar da proliferação, ao nível da *hard law* e *soft law*, que sobreveio a crise de 2008, a temática dos mecanismos de redução e reversão de remuneração encontra-se, de forma talvez surpreendente, circunscrita ao nº 9 e 10 do art. 115º-E do RGICSF, em resultado da transposição da CRD IV efetuada pelo DL nº157/2014 de 24 de outubro.

Seria, pois, de esperar, em face do crescente foco que estes mecanismos têm vindo a adquirir ao longo da última década, uma maior maturação da própria legislação ao que àqueles mecanismos respeita, não apenas ao nível das instituições financeiras, mas também ao nível das sociedades comerciais em geral, mormente as sociedades cotadas.

Não deixa, assim, de ser relevante, e talvez inexplicável, o facto de não existir, diretamente, qualquer menção aos mecanismos de *clawback* e *malus*, seja nos Avisos do BdP, mormente o seu Aviso nº10/2011, que veio proceder à atualização da regulamentação relativa aos princípios gerais orientadores da política remuneratória nas instituições de crédito, quer nos Códigos de Governo das Sociedades da CMVM⁵⁹ bem como, posteriormente, do IPCG.

5.5. UK

Por fim, importa mencionar, de forma sucinta, o papel da *Prudential Regulatory Authority* do BoE, no que concerne ao incentivo à implementação e aprofundamento do estudo dos mecanismos de *clawback* e *malus*, sendo de relevar a sua *Policy Statement* de julho de 2014, que veio promover uma alteração ao *Remuneration Code*⁶⁰, acrescentando ao já estabelecido para os mecanismos de *malus*, um conjunto de regras relativas aos mecanismos de *clawback*. Através daquela, a PRA veio estipular um período mínimo de sete anos, a partir da atribuição da remuneração variável, no qual poderá operar o mecanismo de *clawback*; bem como, os critérios que devem determinar o seu acionamento.

O desenvolvimento destes mecanismos por parte da PRA, segue a tendência, em crescendo, da utilização dos mesmos por parte dos Bancos a operar no UK. Exemplo disso, são os valores reportados pelo FSB⁶¹, segundo o qual, em 2014, os principais Bancos no UK divulga-

⁵⁹ O Código da CMVM aparenta, de forma indireta, fazer menção à *malus clause* no seu ponto III.4.

⁶⁰ Conjunto de princípios e *standards* a implementar pelas instituições financeiras na estruturação da sua política remuneratória.

⁶¹ (FSB, 2015: 13).

ram ajustamentos por via da utilização de mecanismos de *malus* no valor de £290 milhões, valor superior, em £100 milhões, face aos registados no período de 2011.

Em 2017 a PRA viria ainda a publicar o *Remuneration Supervisory Statement*, o qual estabelece um conjunto de orientações para aplicação dos mecanismos de redução e reversão de remuneração, por parte das instituições financeiras, sendo particularmente importante o contributo ao nível da determinação do *quantum* a recuperar, estipulando um leque de critérios⁶² a ter em consideração para uma medição que se apresente justa, transparente e consistente.

⁶² Cf. (BoE PRA, 2017: 21).

CAPÍTULO II – CLAWBACK E MALUS CLAUSES: PERFIL FUNCIONAL

6. EFEITOS DE IMPLEMENTAÇÃO NO MERCADO

Iniciamos o Capítulo II, com a análise das seguintes questões: (i) como reagiram (e reagem) os mercados à adoção destes mecanismos pelas empresas (sua receptividade e perspectivas quanto aos efeitos positivos e negativos dos mesmos); e (ii) o porquê da reação obtida.

6.1. REAÇÃO DOS MERCADOS – O EXEMPLO NORTE-AMERICANO

Por ser o quadrante norte-americano o primeiro a regular os mecanismos de *clawback* e pelo período da sua implementação permitir uma maior maturação e capacidade de análise aos resultados obtidos, traduzidos numa ampla multiplicidade de estudos sobre esta temática, daremos maior enfoque à reação dos mercados norte-americanos, sendo certo que, em face da internacionalização dos mercados, é de esperar que os resultados sentidos sejam, de igual forma, transportáveis e comparáveis àqueles que se esperam no quadrante europeu.

Como descrito no Capítulo I, foi através do Sox Act que, pela primeira vez, surgiram os mecanismos de *clawback*.

Um dos objetivos, pelo menos indiretos, prosseguidos pelo mecanismo então regulado, e que se manteve nas posteriores peças legislativas, era o de incentivar a um maior rigor e transparência dos resultados financeiros, ou seja, a redução da ocorrência de reformulações das demonstrações financeiras, inicialmente motivada por comportamentos culposos e, posteriormente, nomeadamente por via do DFA, não se cingindo unicamente a tais comportamentos passando a abranger os casos de simples não conformidade material com os requisitos de reporte financeiro.

Ora, com a introdução destes mecanismos observamos uma reação positiva⁶³ dos mercados à sua implementação por parte das empresas, seja daquelas obrigadas por lei, inicialmente Sox Act e posteriormente DFA, à sua adoção, seja por parte daquelas que optaram por, de forma voluntária, implementar os seus próprios mecanismos de *clawback*.

⁶³ Neste sentido: (BABENKO et al., 2017: 6 e 33); (CHEN et al., 2014: 37); (GAO et al., 2011: 20 e 39); (BAKKE et al., 2018: 5, 32 e 41) e (BABENKO et al., 2019: 32).

6.2. EFEITOS DA REAÇÃO POSITIVA DOS MERCADOS

A reação positiva dos mercados refletiu-se nos denominados *positive significant abnormal returns* experienciados pelas empresas adotantes. Um *abnormal return* consiste na diferença entre o retorno gerado por determinado valor mobiliário ou portfólio, durante determinado período de tempo, face ao seu retorno esperado, i.e., o seu desempenho é diferente da taxa de retorno esperada desse investimento.

BAKKE [et al.], no seu estudo sobre as implicações da adoção de cláusulas de *clawback*, tendo como epicentro a *Proposed rule 10D-1*⁶⁴, avaliaram o modo e intensidade da reação dos investidores ao anúncio da regra que ditaria a forma como implementar o mecanismo de *clawback* já anunciado como obrigatório, aquando da aprovação do DFA.

Tendo por amostra as empresas que compõem o *S&P 1500*⁶⁵, o estudo conclui que a reação do mercado ao anúncio da SEC foi positiva para as empresas, porquanto aquelas que não tinham, à data do anúncio, adotado nenhum tipo de política de *clawback*, experienciaram, nos dias seguintes àquele, *positive significant abnormal returns*⁶⁶ na ordem dos 0,6%⁶⁷.

6.3. RAZÃO DE SER DA REAÇÃO OBTIDA

A reação dos mercados é explicável em face das expectativas de melhoramento na transparência e consequente aumento da qualidade da informação financeira transmitida ao mercado e, assim, não só aos próprios acionistas, mas, de igual forma, aos potenciais investidores, em resultado da introdução dos mecanismos de *clawback*, facilmente compreensível, desde logo, por força dos custos associados às referidas reformulações financeiras.⁶⁸ A ocorrência de correções forçadas aos resultados anteriormente divulgados por uma empresa, tendem a

⁶⁴ Proposta da SEC com vista a clarificar a regulamentação da *clawback* da SEC. 954 do DFA. Ver: (BACHELDER, 2015) e (SEC, 2015).

⁶⁵ Índice de mercado de ações da *Standard & Poor's*.

⁶⁶ No mesmo sentido, (BABENKO et al., 2017: 32) e (CHEN et al., 2014: 37). Também GAO [et al.] revelam que as empresas que procederam a reformulações de demonstrações financeiras antes da adoção do mecanismo de *clawback* experienciaram, no período pós-implementação, *abnormal returns*. Segundo estes, tal resulta da expectativa do mercado em como, com a introdução da *clawback*, os administradores da empresa estão empenhados no melhoramento dos procedimentos de controlo interno e, em termos amplos, do *corporate governance* da empresa: (GAO et al., 2011: 5 e 15).

⁶⁷ (BAKKE et al., 2018: 5, 25 e ss.).

⁶⁸ Sobre esta temática: (HRIBAR e JENKINS, 2004).

acarretar um aumento do custo de capital⁶⁹ e a uma diminuição da credibilidade da informação financeira divulgada.

Pense-se, a título de exemplo, da leitura que os investidores geralmente fazem, ou podem fazer, fruto da publicação de uma correção à informação financeira anteriormente divulgada e que se revelou incorreta. Por certo, ao investidor o que mais importa é a transparência e certeza dos resultados que terá em consideração aquando de formar a sua decisão de investir ou não num determinado produto, projeto ou empresa.

A frustração dessa confiança, por via de uma reformulação aos resultados divulgados, agravada se o fator que a determinou é resultado de conduta fraudulenta por parte de administrador executivo fará, por certo, o investidor duvidar não só de futuras divulgações de resultados, como torná-lo-á, porventura, mais cético quanto à manutenção ou aumento do seu investimento.

Amplificando estes mesmos comportamentos, ou simples erros, que determinam a exigência de reformulações financeiras, a um determinado sector de atividade, tal como sucedeu no sector bancário em 2008, acaba por gerar um efeito de dominó capaz de criar uma verdadeira crise de confiança entre o conjunto de investidores, clientes, fornecedores e demais *stakeholders*, muitas vezes difícil de reverter (tome-se como exemplo a situação presente na banca nacional).

Encontramos assim, como fatores determinantes para a reação positiva obtida, por parte dos mercados: (i) expectativa no melhoramento da qualidade e fiabilidade das demonstrações financeiras; (ii) reconhecimento destes mecanismos como instrumento positivo de melhoramento do *corporate governance*; (iii) capacidade de desincentivo de comportamentos oportunistas⁷⁰ por parte dos executivos.

Não será, também, alheio para a reação do mercado, o momento⁷¹ em que surgem estes mecanismos, de forma mais expressiva no pós-crise, o que poderá ter ajudado a uma amplificação da forma positiva como o mercado os analisou e qualificou, como reforço positivo do *corporate governance* das empresas.

⁶⁹ Custo de capital traduz-se na taxa de retorno que um determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores em face do risco do negócio.

⁷⁰ Enquadram-se aqui, as decisões de gestão que determinam a prossecução de políticas excessivamente arriscadas. Como refere BABENKO [et. al], “reduction in risk associated with clawback adoption appears to be viewed by the market as increasing shareholder wealth”: (BABENKO et al., 2017: 33).

⁷¹ Como referem CHERRY e WONG, “[p]olitically, this is an excellent time for reform. Currently there is a high level of public outrage at executive pay”: (CHERRY e WONG, 2009: 18).

A introdução destes mecanismos, os quais implicam, como tem sido entendimento da generalidade dos autores, um maior risco para os administradores, pois ficam sujeitos a ver a sua remuneração reduzida na circunstância de ocorrer uma reformulação⁷² dos resultados financeiros apresentados, incentiva a que os mesmos, de forma preventiva, incrementem a qualidade do controlo interno, a fim de minimizar a possibilidade de a empresa ter, a necessidade, de vir a reformular a informação financeira reportada.

É esse mesmo incentivo que é percecionado pelo mercado e que transmite aos potenciais investidores em particular, e ao mercado como um todo, uma maior confiança face aos resultados a apresentar, os quais se esperam mais precisos, rigorosos e, consequentemente, reduz a expectativa da probabilidade de reformulação, permitindo àqueles uma maior certeza e poder de análise na perspetivação de futuro do seu investimento.

Importa, no entanto, frisar que este efeito positivo sentido no mercado varia, na sua intensidade, não só em função das características da empresa⁷³, mas também em função do modo como a própria *clawback*, bem como a política de remuneração⁷⁴ da empresa, se encontra estruturada.

Esta reação, por parte do mercado, permite também concluir que a escolha de não adotar uma política de *clawback*, aos olhos dos investidores, se apresenta como subótima. Como referem BAKKE [et al.], “the market reacted positively to the SEC announcement for firms that did not have a clawback (...). This suggests that on average the net impact of a clawback provision on shareholder value is positive”^{75,76}.

A conclusão por aqueles em como as “clawbacks are value-enhancing for the average firm”⁷⁷ é, pois, súmula da reação do mercado.

⁷² Se e quando consistir no *trigger event*.

⁷³ Neste sentido: (BABENKO et al., 2017: 2 e 33); (BAKKE et al., 2018: 7 e 32); (CHAN et al., 2014: 10); (BECK, 2012: 6 e 14) e (REMESAL, 2019: 28).

⁷⁴ Assim: (BAKKE et al., 2018: 36).

⁷⁵ (BAKKE et al., 2018: 5).

⁷⁶ Partilhando da mesma opinião: (CHEN et al., 2014: 38).

⁷⁷ (BAKKE et al., 2018: 7).

7. BENEFÍCIOS/CUSTOS PARA AS EMPRESAS

7.1. BENEFÍCIOS

Prosseguimos de seguida com uma análise dos benefícios resultantes da adoção de mecanismos de *clawback*. Podemos apontar três grupos de benefícios: (i) comportamentais; (ii) reputacionais; (iii) económico-financeiros.

7.1.1. BENEFÍCIOS COMPORTAMENTAIS:

Estes benefícios serão, porventura, os mais expectáveis e consistem, em primeiro lugar, na redução do incentivo à adoção de comportamentos indesejados (e.g. manipulação de resultados, comportamentos fraudulentos, violação do código de conduta)^{78,79}, por parte dos administradores executivos e demais colaboradores sujeitos a estes mecanismos.

As estruturas remuneratórias que vigoraram durante o período que precedeu a crise de 2008 criaram enormes incentivos aos executivos para aumentar, o máximo possível, a sua componente variável. Tais incentivos exacerbados levaram a comportamentos de manipulação dos resultados financeiros, bem como incentivaram a uma gestão focada no curto prazo e no intuito específico de inflacionar as métricas que regiam o montante a atribuir aos executivos. Como refere FRIED “[t]he greater the potential gain from generating and retaining excess pay, the larger the incentive to misreport”⁸⁰.

Ao estar sujeito ao potencial risco de ver a componente variável da sua remuneração reduzida ou recuperada, certamente provocará no executivo comportamento atinente a evitar tal situação reduzindo-se, assim, o potencial benefício derivado de comportamentos fraudu-

⁷⁸ Como referem BABENKO [et. al.], “[t]he threat of a clawback provision, even if it is not actually triggered, should discourage the behaviors specified by the policy”: (BABENKO et al., 2017: 22).

⁷⁹ Assim: (BABENKO et al., 2017:12 e 31); (REMESAL, 2019: 3 e 32); (FRIED e SHILON, 2011a: 6); (FRIED e SHILON, 2011b: 724); (FRIED, 2016: 2 e 16); (CHEN et al., 2014: 4 e 31); (CHAN et al., 2012: 29); (BAKKE et al., 2018: 12); (DEHAAN et al., 2012: 7); (CHAN et al., 2014: 6); (ERKENS et al., 2014a: 39); (GROENEWEGEN, 2015: 39); (VANDENBERG, 2018: 29) e (ERKENS et al., 2018: 4).

⁸⁰ (FRIED, 2016: 30).

lentos e de manipulação⁸¹ dos resultados com o intuito de inflacionar o montante remuneratório a receber.

A função preventiva destes mecanismos no que concerne à orientação da conduta dos executivos⁸² reduzindo os seus incentivos à adoção de comportamentos indesejados é, por certo, dos benefícios mais esperados com a introdução dos mecanismos em estudo. Desta forma o resumiu FRIED ao referir que “the absence of a reliable (...) clawback that would prevent executives from retaining excess pay increases the incentive to misreport”⁸³.

De igual forma, e uma vez estes mecanismos não resumirem a sua atuação a comportamentos fraudulentos, também é expectável uma redução dos incentivos dos administradores à assunção de riscos excessivos^{84,85}, mesmo que ao abrigo de comportamentos considerados lícitos, pois os mesmos podem fazer perigar o montante remuneratório a receber por parte daqueles. No entender de BABENKO [et. al]⁸⁶, espera-se que a introdução destes mecanismos seja impulsionadora de políticas de investimento mais conservadoras e, assim, adequadas ao perfil de risco de cada empresa.

Veja-se, por exemplo, o estudo desenvolvido por BROWN [et. al] no qual se pretende aferir a relação entre a implementação de mecanismos de *clawback* e as tomadas de decisão, por parte dos administradores executivos, nas suas políticas de M&A. Segundo aqueles, é de esperar que, com a introdução destes mecanismos, os executivos tomem melhores decisões de M&A. Tal decorre da ligação existente entre más decisões de M&A e a probabilidade de manipulação de resultados pós-aquisição⁸⁷.

Sendo estes processos uma das mais importantes decisões a cargo de um executivo, envolvendo, por norma, avultados bónus⁸⁸ a receber por parte, nomeadamente, dos CEOs das empresas, estes acabam por ter um interesse particular neste tipo de operações, acabando, muitas vezes, por se revelarem más decisões de gestão onde o interesse privado do executivo se colocou acima do interesse da empresa.

⁸¹ Em sentido contrário, defendendo que a *clawback* do DFA não será eficaz na redução de manipulação de resultados: (ANG et al., 2012: 30).

⁸² Neste sentido: (ISKANDAR-DATTA, 2014: 3); (BABENKO et al., 2017: 9 e 31); (CHEN et al., 2014: 4 e 47); (CHAN et al., 2012: 3); (BAKKE et al., 2018: 12); (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 7-9); (DEHAAN et al., 2012: 1 e 3); (CHAN et al., 2014: 6) e (KUBICK et al., 2018: 8).

⁸³ (FRIED, 2016: 30).

⁸⁴ Segundo BABENKO [et. al.], a redução do incentivo à adoção de riscos excessivos far-se-á repercutir, não apenas nos administradores executivos, mas, igualmente, na demais estrutura hierárquica: (BABENKO et al., 2017: 4).

⁸⁵ Entre outros: (GAO et al., 2011: 3); (BABENKO et al., 2017: 5 e 14); (HODGE e WINN, 2012: 5 e 27); (JR., 2014: 4); (FRIED e SHILON, 2011b: 724) e (BABENKO et al., 2019: 32).

⁸⁶ (BABENKO et al., 2017: 24).

⁸⁷ Cf. (BROWN et al., 2014: 7 e 10).

⁸⁸ Como referem Brown [et. al], “M&A activity is typically lucrative for CEOs because CEO pay is increasing in firm size.”: (BROWN et al., 2014: 7).

Defendem assim os autores que, uma vez más decisões de M&A implicarem um aumento de probabilidade de manipulação de resultados, a fim, nomeadamente, de mitigar aos olhos do mercado e dos acionistas da empresa a percepção dos efeitos negativos da decisão tomada, aumentando, por sua vez, a probabilidade de ocorrência de uma reformulação financeira, a introdução de mecanismos de *clawback*, através do seu efeito preventivo dissuasor, poderá condicionar as decisões dos administradores executivos em avançar para um processo de M&A que se revele prejudicial para a empresa⁸⁹.

Com a introdução destes mecanismos, espera-se que os executivos sejam mais conservadores nas suas políticas de investimento e que nas decisões de M&A tenham em consideração o real risco das mesmas e o seu valor efetivo esperado para a empresa^{90,91}.

Desta forma, estes mecanismos apresentam-se como uma ferramenta importante que permite à empresa disciplinar⁹² a conduta e performance dos seus colaboradores, em geral, e dos seus administradores executivos, em particular.

Associado aos benefícios comportamentais, encontramos ainda o melhoramento da qualidade do reporte financeiro da empresa⁹³. Tal benefício resulta do incentivo que estes mecanismos produzem nos executivos, os quais, de antemão, reconhecem o risco de uma eventual, e necessária, correção às demonstrações financeiras, para o total remuneratório a auferir por aqueles, que os leva a procurar reforçar e melhorar os mecanismos de controlo interno e, assim, aumentar a qualidade e precisão dos valores financeiros a divulgar⁹⁴.

Dessa forma é esperada, com a introdução destes mecanismos, uma diminuição do número de reformulações financeiras⁹⁵, sendo, igualmente, reportado por diversos estudos

⁸⁹ Segundo Brown [et. al], “[w]hen a clawback is in place, executives will be less willing to complete deals that are poorly received by the market, as the clawback provisions increase the executives’ costs of manipulating post-acquisition earnings.”: (BROWN et al., 2014: 10).

⁹⁰ (BROWN et al., 2014: 30).

⁹¹ Sobre os efeitos das *clawbacks* nas operações de M&A ver, também: (BROWN et al., 2011: 3 e 13).

⁹² Neste sentido: (CHAN et al., 2012: 8); (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 9); (HODGE e WINN, 2012: 2) e (HUANG et al., 2016: 16).

⁹³ Assim: (CHEN et al., 2014: 41 e 47); (CHAN et al., 2012: 4 e 21); (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 7 e 23); (DEHAAN et al., 2012: 2-7 e 33); (FRIED, 2016: 5, 29-33); (LIN, 2013: 1432); (CHAN et al., 2013: 7); (GROENEWEGEN, 2015: 39); (VANDENBERG, 2018: 62); (ERKENS et al., 2018: 2); (REMESAL, 2019: 6); (PESCOTT e VANN, 2018: 67) e (SEC, 2015: 116). Não denotando uma relação entre a adoção destes mecanismos e o melhoramento do reporte financeiro: (ADDY et al., 2009: 32).

⁹⁴ Segundo ADDY [et al.], “Clawback provisions are ex ante evidence that the directors are acting on behalf of the company to redress wrongs in the event of a restatement. [...] As a result, adopting a clawback (...) places the board on the side of potentially safeguarding company assets on behalf of investors.”: (ADDY et al., 2009: 6).

⁹⁵ Neste sentido: (BABENKO et al., 2017: 4); (CHEN et al., 2014: 6 e 31); (BAKKE et al., 2018: 12); (CHAN et al., 2012: 20); (DEHAAN et al., 2012: 2); (LIN, 2013: 1430); (ERKENS et al., 2014a: 8); (GROENEWEGEN, 2015: 39); (VANDENBERG, 2018: 62); (REMESAL, 2019: 36) e (SEC, 2015: 115).

que as empresas apresentam, no período pós-adoção, um *earnings response coefficient*^{96,97} superior face às empresas não adotantes. Tal indicador é reflexo da credibilidade que as demonstrações financeiras divulgadas pela empresa gozam junto dos investidores. Nas palavras de DEHAAN [et al.] “[h]igher ERCs are interpreted as evidence that investors believe a firm’s financial statements contain less error”⁹⁸.

Percebemos assim que, ao nível dos benefícios comportamentais, podemos esperar com estes mecanismos, não só uma alteração nos comportamentos, nomeadamente face ao risco, como uma atitude proativa no melhoramento do *corporate governance*⁹⁹ da empresa.

7.1.2. BENEFÍCIOS REPUTACIONAIS:

Com o expectável aumento do rigor da informação financeira e a correspondente diminuição das reformulações financeiras¹⁰⁰, espera-se que a empresa ganhe uma maior credibilidade junto do mercado¹⁰¹ e, assim, dos potenciais investidores.

Ao introduzir estes mecanismos a empresa acaba, desde logo, por sinalizar^{102,103} ao mercado de que as suas demonstrações financeiras são, não só precisas e, portanto, de confiança, como livres de manipulação e, assim, transparentes.

Mas os benefícios reputacionais não se quedam apenas na relação empresa-investidores, tendo também impacto na relação empresa-auditor externo.

Efetivamente, encontramos alguns estudos que nos revelam que a adoção dos mecanismos de *clawback* acaba por ter impacto na perceção dos auditores externos, em particular,

⁹⁶ ERC consiste na expectativa de variação dos preços das ações em função do anúncio inesperado de resultados financeiros.

⁹⁷ Cf. (CHAN et al., 2012: 4 e 23) e (DEHAAN et al., 2012: 3).

⁹⁸ (DEHAAN et al., 2012: 14).

⁹⁹ Assim: (GOODMAN, 2008: 3); (CHAN et al., 2012: 5 e 25); (ADDY et al., 2009: 6); (DEHAAN et al., 2012: 3); (CHAN et al., 2014: 6) e (BABENKO et al., 2019: 25).

¹⁰⁰ Segundo HRIBAR e JENKINS uma reformulação financeira acarreta um impacto negativo ao nível das projeções futuras dos resultados da empresa, como ao nível do custo de capital. Os autores revelam que, em média, o custo de capital de uma empresa, no período, imediatamente, pós-reformulação, tende a aumentar entre 7% a 20%: (HRIBAR e JENKINS, 2004: 354). Sobre esta temática: (SCHOLZ, 2014).

¹⁰¹ Assim: (CHAN et al., 2012: 4) e (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 9).

¹⁰² Sobre o efeito de sinalização: (CHAN et al., 2012: 4 e 9); (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 6); (DEHAAN et al., 2012: 7); (BROWN et al., 2011: 12); (BABENKO et al., 2017: 2); (DENIS, 2012: 5); (BABENKO et al., 2019: 9) e (SEC, 2015: 134).

¹⁰³ Como referem CHERRY e WONG, “Companies (...) have the incentive, for public reasons purposes if nothing else, to include (...) clawbacks in their employment contracts”: (CHERRY e WONG, 2009: 19).

face à qualidade do sistema de controlo interno da empresa e dos seus registos contabilísticos e, em geral, para a qualidade do *corporate governance* da empresa.

É esta perceção de rigor e credibilidade que se gera, que determina uma redução do denominado risco de auditoria¹⁰⁴, levando os auditores externos a depositar uma maior confiança nos dados financeiros da empresa.

Dessa forma, e fazendo ponte de ligação com os benefícios económico-financeiros que de seguida se apresentam, a adoção de *clawback* está associada a uma redução das denominadas «auditor fees», i.e., o montante exigido pelo auditor externo para proceder ao serviço de auditoria¹⁰⁵.

7.1.3. BENEFÍCIOS ECONÓMICO-FINANCEIROS:

Em primeiro lugar, e como *supra* já explorado, o risco associado ao potencial acionamento da *clawback* por via da ocorrência de uma reformulação das demonstrações financeiras, impele os executivos a procurar evitar a necessidade de se ter de incorrer numa situação que a tal lhes obrigue. Significa isto que, com a expectativa de melhoramento da qualidade do reporte financeiro é de esperar uma diminuição na ocorrência das referidas reformulações.

Por força desse facto, associado a um maior rigor e transparência esperados pelos investidores, a empresa, aquando da adoção destes mecanismos, e como já aludido, tende a experienciar *positive abnormal returns*, os quais se refletem no valor das ações, o qual tende a subir¹⁰⁶.

Outro dos benefícios de carácter financeiro respeita ao potencial aumento do *rating* de crédito da empresa. Segundo BABENKO [et. al] ¹⁰⁷, a subida do nível de *rating* da empresa é resultado da diminuição, esperada, de incentivos à adoção de riscos excessivos por parte dos executivos, bem como, em termos gerais, dos efeitos esperados na redução dos custos de agência¹⁰⁸.

¹⁰⁴ Neste sentido: (CHAN et al., 2012: 4 e 28) e (DEHAAN et al., 2012: 2).

¹⁰⁵ Assim: (DEHAAN et al., 2012: 2) e (CHAN et al., 2012: 5 e 28). Em sentido contrário, detetando um aumento das *auditor fees*: (ERKENS et al., 2014a: 33).

¹⁰⁶ Cf. (REMESAL, 2017: 7).

¹⁰⁷ (BABENKO et al., 2019: 4 e 16).

¹⁰⁸ Assim: (HUANG et al., 2016: 3).

Chegamos assim, a um terceiro benefício que consiste na diminuição do custo de capital¹⁰⁹, a qual se espera que ocorra por força da expectável redução de incentivos à adoção de comportamentos de risco por parte da gestão da empresa, condicionada, positivamente, pelo efeito preventivo destes mecanismos. Através da redução do custo de capital, a empresa poderá contrair dívida futura a uma taxa de juro mais baixa.

Outro dos benefícios esperados corresponde à possibilidade que é facultada à empresa de, ao acionar tais instrumentos, recuperar remuneração indevidamente paga aos colaboradores permitindo, assim, que o património da empresa, em geral, e dos acionistas em particular, não seja indevidamente transferido para aqueles.

Por fim, ao implementar os mecanismos em estudo, a empresa poderá esperar uma diminuição das penalizações¹¹⁰ (coimas e demais sanções administrativas) a aplicar pelas autoridades de supervisão, sempre que um determinado comportamento por aquela assim o determinar, porquanto ao introduzir mecanismos atinentes ao melhoramento do *corporate governance*, em geral, e ao desincentivo de comportamentos indesejados, em particular, certamente que tal será tido em consideração aquando da determinação da sanção a aplicar.

7.1.4. BENEFÍCIOS MAIS RELEVANTES PARA AS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

De entre os *supra* referidos benefícios, entendemos que os de vertente comportamental, ao nível da conduta dos administradores executivos, e demais colaboradores a eles sujeitos, mormente o desincentivo à adoção de riscos excessivos, e a diminuição da assimetria informativa¹¹¹ entre gestão e investidores, bem como, empresa e supervisor, em resultado do melhoramento do reporte financeiro, serão particularmente relevantes no âmbito das instituições de crédito, onde, por inerência da própria atividade, os riscos da mesma são múltiplos.

Também, e já no referente aos benefícios reputacionais, é esperado que a implementação destes instrumentos permita uma retoma, gradual, da confiança no sector bancário, nas suas políticas remuneratórias e na gestão financeira das próprias instituições.

¹⁰⁹ Cf. (BABENKO et al., 2017: 12); (BAKKE et al., 2018: 12) e (FRIED, 2016: 31).

¹¹⁰ No referente à diminuição das penalizações a aplicar por parte da SEC às empresas adotantes de mecanismos de *clawback*: (ADDY et al., 2009: 6).

¹¹¹ Assim: (GAO et al., 2011: 8 e 23).

De igual forma, entendemos que a introdução destes mecanismos poderá ter benefícios ao nível da própria concessão de crédito¹¹² por parte dos bancos, os quais poderão olhar a implementação daqueles, por parte das empresas, suas clientes, como um indicador relevante a ter em consideração aquando do estabelecimento das condições de concessão de crédito, porquanto os mesmos, como *supra* mencionado, são reflexo de boas práticas de *corporate governance*, em geral, e indutoras de uma condução empresarial mais sóbria, prudente e ajustada ao perfil de risco de cada empresa e sector de atividade.

7.2. CUSTOS

Tratando-se de mecanismos criados pelo Homem, os mesmos não escapam à sua inevitável imperfeição, a qual se reflete num conjunto de custos que podem sempre ser mitigados.

O primeiro e mais evidente é o inerente aumento dos custos de *compliance*¹¹³. Mas se estes custos podem ter uma maior expressão no curto prazo, podem facilmente ver-se diluídos no longo prazo em resultado do melhoramento do *corporate governance* da empresa e com o consequente aumento da perceção do rigor e confiança que a própria transmite ao mercado.

Um segundo potencial custo, resulta na eventual exigência dos administradores executivos de verem a sua remuneração aumentar¹¹⁴, primordialmente a sua componente fixa¹¹⁵, a fim de contrabalançar o aumento do risco sobre a componente variável fruto da introdução dos mecanismos de *malus* e *clawback*. Segundo CHEN [et al.], “[t]he total level of anual CEO pay is approximately 6.3% higher, on average, when a clawback provision is present versus otherwise”¹¹⁶. Importa, pois, não só destacar este aumento esperado do total remuneratório a pagar aos executivos, mas também, de forma particular, realçar o potencial custo acrescido derivado do facto de esse aumento poder ocorrer na componente não sujeita aos mecanismos em estudo.

¹¹² Sobre a influência das *clawbacks* na concessão de crédito: (CHAN et al., 2013: 5).

¹¹³ Assim: (FRIED, 2016: 5 e 35). Alertando para o facto de tais custos poderem implicar encargos significativos nas empresas de menor dimensão: (BAKKE et al., 2018: 14). No mesmo sentido, realçando o facto dos referidos custos poderem desencorajar as empresas de menor dimensão a entrar no mercado bolsista, acabando por afetar a formação de capital: (BANK e GEORGIEV, 2015: 27).

¹¹⁴ Cf. (BABENKO et al., 2017: 6 e 30); (FRIED, 2016: 34); (MAAG, 2018: 387); (CHEN et al., 2014: 5 e 47); (BAKKE et al., 2018: 12); (FSB, 2018b: 3); (BANK e GEORGIEV, 2015: 25) e (SEC, 2015: 121).

¹¹⁵ Assim: (DEHAAN et al., 2012: 3 e 33). Entendendo que esse aumento ocorrerá na componente variável: (CHEN et al., 2014: 9 e 46). Pelo contrário, não encontrando indícios de aumento da remuneração: (ERKENS et al., 2014a: 8 e 34) e (ERKENS et al., 2018: 2).

¹¹⁶ (CHEN et al., 2014: 6).

De igual forma, a eventual permissão às empresas por decidir, ou não, implementar estes mecanismos pode originar uma distorção de concorrência ao nível da contratação e retenção de executivos de talento¹¹⁷, porquanto, certamente, estes acabarão por optar por exercer funções em empresas que optem por os não adotar, de forma a não incrementar o risco sobre a sua componente variável.

Podendo esperar que a adoção destes mecanismos por empresas de dimensão significativa possa gerar um efeito de contágio¹¹⁸ que acabe por levar as demais a seguir o mesmo exemplo, no entanto, entendemos que ao estabelecer-se a obrigatoriedade da sua implementação, com determinados critérios mínimos¹¹⁹ de estruturação, pelo menos entre empresas da mesma dimensão e sector de atividade, acabará por, mais facilmente, eliminar ambos os custos anteriormente expostos.

Outro dos potenciais custos respeita à possibilidade de os administradores executivos alterarem a sua estratégia de gestão¹²⁰ da empresa tornando-se mais renitentes quanto a decisões de investir ou prosseguir com projetos que se apresentem como vantajosos¹²¹, mas que implicam um julgamento contabilístico exigente, o qual pode aumentar o risco de ocorrer uma reformulação financeira¹²² e, dessa forma, levar ao acionamento dos mecanismos em estudo.

Por fim, mas não menos importante, é o potencial e indesejado custo de implementação destes mecanismos com o único propósito de beneficiar, artificialmente, do efeito de sinalização, i.e. uma implementação sem real intenção de utilização dos mesmos¹²³.

8. GANHOS PARA OS ACIONISTAS

No que concerne aos principais benefícios para os acionistas, a par de todos aqueles *supra* descritos para a empresa como um todo, cabe destacar dois em particular associados à

¹¹⁷ Assim: (DAVIS-FRIDAY et al., 2011: 9); (GOODMAN, 2008: 4); (BABENKO et al., 2017: 26); (MAAG, 2018: 372 e 392); (BoE PRA, 2014a: 3); (LEVINE e SMITH, 2010: 4) e (SEC, 2015: 132).

¹¹⁸ Neste sentido REMESAL, “[e]nforcement costs may decrease with the share of adopters [...]. Moreover, litigations with managers may be less costly or less frequent if clawback provisions represent a standard in corporate governance among firms. [...] spillovers are likely drivers of governance trends”: (REMESAL, 2017: 30). Igualmente: (BABENKO et al., 2017: 5 e 26).

¹¹⁹ Enquadrados numa lógica de proporcionalidade.

¹²⁰ Cf. (BIDDLE et al., 2018); (BABENKO et al., 2019: 19); (FRIED, 2016: 34); (BAKKE et al., 2018: 14) e (GROENEWEGEN, 2015: 8-17).

¹²¹ Cf. (BABENKO et al., 2019: 11 e 20); (SEC, 2015: 118) e (MAAG, 2018: 391).

¹²² Assim, no referente às empresas com potencial de crescimento elevado: (GAO et al., 2011: 40).

¹²³ Cf. (ADDY et al., 2009: 2 e 11) e (CHEN e DENG, 2012: 3).

eliminação de dois custos da atribuição de remuneração em excesso e, portanto, indevida, aos administradores executivos.

Atente-se nos seguintes exemplos:

¹ Aos administradores executivos serão pagos bônus de €100.000 por cada €25 milhões de lucros que a empresa declare. Por forma a aumentar o valor do seu bônus, um executivo decide manipular as métricas que condicionam o resultado dos lucros, fazendo com que a empresa declare, no final do exercício contabilístico, lucros no valor de €100 milhões. Com este resultado seria pago aos executivos bônus no valor de €400.000.

² Imagine-se, agora, que ao invés de ocorrer a referida manipulação, os €100 milhões eram resultado de mero erro contabilístico no cálculo das métricas que determinam o lucro a declarar pela empresa. Da mesma forma, aos executivos seriam pagos bônus de €400.000.

Se em ambos os exemplos *supra*, os lucros reais da empresa fossem apenas de €25 milhões, aos executivos estar-se-ia a pagar, em excesso, um valor de €300.000. Acresce que, com os resultados inflacionados, os quais se refletirão no valor das ações, permitir-se-á aos executivos vender ações¹²⁴ da empresa por montante superior face ao seu valor real.

Estar-se-ia, assim, perante o primeiro custo que consiste no desvio de valor dos acionistas¹²⁵ para os executivos, acabando aqueles por ver reduzido o montante possível a ser distribuído, a título de dividendos, ou a investir pela empresa¹²⁶.

Se é certo que esta transferência de valor dos acionistas para uma indevida remuneração ocorreria, independentemente, de ter decorrido, ou não, de conduta culposa por parte dos executivos, a verdade é que, nas situações resultantes de comportamento desviante, o custo imposto sobre os acionistas é superior ao simples excesso remuneratório atribuído.

Falamos, pois, do segundo custo que consiste na destruição de valor da própria empresa¹²⁷. Segundo FRIED e SHILON, “when executives engage in misconduct to generate excess pay, they can destroy far more value than the amount of excess pay they ultimately receive”¹²⁸.

¹²⁴ Exemplo disso ocorreu com a Global Crossing onde o seu CEO, Gary Winnick, “sold more than \$700 million worth of shares in the year before the firm filed for bankruptcy, while the company was allegedly inflating sales revenues”: (FRIED e SHILON, 2011b: 727).

¹²⁵ Como referem GAO [et al.], “clawback [...] may prove to be another good corporate governance tool that adds an extra layer of protection of shareholder wealth”: (GAO et al., 2011: 3).

¹²⁶ Assim: (SEC, 2015: 132).

¹²⁷ Veja-se o caso da Enron.

¹²⁸ (FRIED e SHILON, 2011b: 728).

Com o valor em excesso concorrem ainda os valores pagos em sede de impostos¹²⁹, superiores aos que teriam de ser pagos em face dos resultados efetivamente obtidos; os custos posteriores com a reformulação das demonstrações financeiras da empresa; entre outros.

Com a introdução dos mecanismos de *malus* e *clawback*, quer através da sua dimensão de instrumento dissuasor de comportamentos indesejados, quer através da sua dimensão de ajustamento da remuneração, permitir-se-á mitigar ou mesmo eliminar os custos mencionados.

Por fim, estes mecanismos ao aumentarem a sensibilidade da estrutura remuneratória dos executivos à sua performance¹³⁰, criará nestes um maior incentivo a conduzir a gestão da empresa de forma alinhada com os interesses dos acionistas, i.e., aumentar o valor da empresa de forma sustentável.

¹²⁹ “[F]irms that restated their financial statements following SEC allegations of accounting fraud during the period 1996-2002 collectively paid an extra \$320 million in taxes while overstating their earnings by \$3.36 billion”: (FRIED e SHILON, 2011b: 729).

¹³⁰ Assim: (FRIED e SHILON, 2011a: 6); (FRIED e SHILON, 2011b: 735); (CHEN et al., 2014: 47) e (DEHANN et al., 2012: 33). Em sentido contrário: (BANK e GEORGIEV, 2015: 23).

CAPÍTULO III – CLAWBACK E MALUS CLAUSES: PERFIL ESTRUTURAL

9. PRESSUPOSTOS E *TRIGGER EVENTS*

Começamos o estudo do perfil estrutural destes mecanismos com a decomposição e análise das suas componentes constitutivas.

Uma vez já termos, aquando da construção do conceito de *clawback* e *malus*, analisado, em parte, as principais características que definem estes instrumentos, limitar-nos-emos ao aprofundamento necessário sobre a generalidade das suas componentes, procurando eventuais alongamentos apenas naquelas em que, até ao momento, não mereceram o seu devido e necessário detalhe.

9.1. REMUNERAÇÃO – TIPO E *QUANTUM*

Como *supra* especificado, ambos os mecanismos atuam sobre a remuneração variável.

Importa, no entanto, perceber se envolve toda a remuneração variável ou se circunscrevem a certos tipos de remuneração variável.

No plano europeu, os vários instrumentos legais vão no sentido de que toda e qualquer componente variável da remuneração pode ser, efetivamente, objeto de mecanismos de redução e reversão. Nesse sentido vão a CRD IV^{131,132} e as orientações da EBA¹³³. De igual forma, também os P&S do FSB¹³⁴ aparentam ir no mesmo sentido.

No plano nacional, e por inerência da transposição da CRD IV, o RGICSF estabelece, no nº9 do art.115º-E, que a “totalidade da componente variável da remuneração” deve estar sujeita aos mecanismos de *malus* e *clawback*.

Falamos, pois, quer de remuneração variável pecuniária, como de remuneração variável recebida sobre a forma de instrumentos (e.g. ações da empresa).

¹³¹ Art. 94º, nº1, al. n).

¹³² Dando seguimento ao estabelecido na CRD III.

¹³³ A EBA faz ainda aplicar os mecanismos de *clawback* e *malus* aos prémios de permanência, aos benefícios discriminatórios de pensão e à compensação por cessação antecipada de contratos de trabalho anteriores – (EBA, 2016: 38-41).

¹³⁴ (FSB, 2009: 4).

Diferentemente, no plano norte-americano verificamos, tanto no Sox Act como no DFA, uma especificação das componentes¹³⁵ da remuneração variável que podem ou devem (no mínimo) ser objeto dos mecanismos de *clawback*.

Efetivamente, a posição prosseguida pela CRD IV, bem como pelas Orientações da EBA, de sujeitar a totalidade da remuneração variável aos mecanismos em estudo é a que se apresenta como mais adequada por duas ordens de razão: (i) toda a remuneração variável deve apenas ser atribuída quando merecida, em respeito pelo princípio *pay for performance*; (ii) ao delimitar a remuneração passível de ser objeto dos mecanismos de reversão/redução, estar-se-ia a incentivar não apenas ao incremento das componentes remuneratórias não sujeitas (reduzindo, assim, a remuneração em risco), bem como aumentaria o benefício de manipulação das métricas atinentes à atribuição da remuneração variável por aqueles não abrangida.

Importa ainda procurar responder à questão sobre o *quantum* da remuneração que pode ser alvo de recuperação, no que concerne, diretamente, ao mecanismo de *clawback*, ou seja, perceber se a empresa pode exigir a devolução apenas dos montantes atribuídos em excesso ou poderá exigir valor superior.

A legislação americana dá-nos os dois exemplos para conseguirmos analisar esta questão.

Por um lado, o Sox Act que permite à SEC “recover not only excess pay but *all* of the incentive pay received in the 12-month period following the misleading statement.”¹³⁶; e por outro o DFA que apenas admite a recuperação da “compensation paid to an executive that exceeds the amount he would have received under the restated results”¹³⁷.

Cumprido, pois, tomar posição sobre qual destas abordagens deve ser adotada.

Numa primeira análise, e em termos de praticabilidade somos certamente tentados a afirmar que a abordagem do DFA é a mais adequada, desde logo, em termos da maior facilidade de adaptação ao nível legal, porquanto apenas se exige a recuperação do montante a que, efetivamente, o colaborador não tinha direito.

No entanto, e uma vez a *clawback* do Sox Act visar o seu acionamento apenas em situações de comportamentos desconformes, leva-nos a compreender que faça sentido, nestes ca-

¹³⁵ Na sua *Proposed Rule 10D-1*, relativamente à aplicação da *clawback* do DFA, a SEC apresenta uma lista de exemplos de remuneração enquadrável e não enquadrável no conceito de «incentive-based compensation», i.e. a componente remuneratória que pode ser objeto daquela. Cf. (SEC, 2015: 46-47).

¹³⁶ (FRIED e SHILON, 2011b: 730).

¹³⁷ SEC. 954 DFA.

sos, uma penalização extra ao colaborador que vá além da recuperação do montante em excesso, privando este de receber a totalidade da remuneração auferida.

Entendemos, desta forma, que dever-se-á estruturar os vários mecanismos de *clawback* em dois grupos ou modalidades: (i) *clawbacks* de vertente comportamental; e (ii) *clawbacks* de vertente não comportamental.

Passamos a explicar. Sempre que o mecanismo de *clawback* seja acionado por força de comportamento desconforme (leia-se de índole dolosa ou negligência grave), o qual determina a verificação do *trigger event*, a empresa deve poder obrigar o colaborador a devolver não apenas os valores indevidamente recebidos em excesso, bem como todos os montantes recebidos, a título de remuneração variável, durante o período estabelecido. Tal posição justifica-se em três pontos: (i) a parte da remuneração auferida, durante o período de referência, que não se apresenta em excesso, ou seja que tem respaldo nos critérios estabelecidos para a sua atribuição, muito possivelmente só foi obtida por via da própria conduta culposa; (ii) ao exigir a devolução de toda a remuneração recebida estar-se-á, igualmente, a condenar a conduta indesejada do colaborador, e não apenas a corrigir a componente numérica da remuneração em função da performance; (iii) assim se permitirá à empresa anular, dentro do possível, os demais custos colaterais que decorrem da conduta do colaborador que, muitas das vezes, suplantam o valor em excesso recebido por aquele¹³⁸.

Entendemos que ao adicionar este elemento penalizador estar-se-á a reforçar o papel *ex ante* do próprio mecanismo na sua missão de alinhamento de interesses e de desincentivo de condutas desconformes.

Já quando está em causa a atribuição de remuneração variável que, por mero erro, se veio a revelar em excesso, apenas se permite à empresa a recuperação da parcela excedente – garantindo, destarte, a adequação da remuneração à performance obtida.

Raciocínio idêntico poderá aplicar-se aos mecanismos de *malus* não obstante se encontrarem circunscritos à remuneração variável diferida.

Posição semelhante, à acima defendida, encontramos no *Remuneration Supervisory Statement* de 2017 da PRA, a qual estabelece no seu ponto 4.19, orientações sobre a forma de cálculo para efeitos de determinação do total remuneratório a recuperar ou reduzir aquando da aplicação dos mecanismos em estudo. Estabelecendo, como princípio, de que o ajustamento deve ser aplicado de forma robusta e justa, a PRA aponta, entre outros, os seguintes critérios a

¹³⁸ Segundo o FSB, “Since the financial crisis, fines and legal costs for misconduct by global banks are estimated to have reached more than \$320 billion.”: (FSB, 2019: 2).

ter em consideração, por parte das empresas, na aferição do montante a ser alvo de ajustamento:

- (i) custo das coimas e demais sanções aplicadas pelas autoridades de regulação e supervisão à empresa;
- (ii) perdas financeiras (diretas e indiretas) resultantes da conduta do colaborador;
- (iii) danos reputacionais sofridos pela empresa;
- (iv) impacto da conduta do colaborador no relacionamento da empresa com os stakeholders;
- (v) impacto da conduta no resultado financeiro da empresa.

De igual forma, o FSB vem estipular, para efeitos de medição do montante a recuperar, um conjunto de indicadores similares aos *supra* expostos¹³⁹.

Já CARPINTEIRO, propõe duas alternativas¹⁴⁰ para a definição do valor a restituir. Uma primeira, exclusivamente centrada no valor em excesso recebido, independentemente da conduta do colaborador. Uma segunda, mais severa, que consistiria na “fixação de um limite de recuperação padronizado relacionado com a percentagem do erro cometido”¹⁴¹, o qual acresceria ao montante em excesso recebido e a devolver.

Ambas as alternativas apresentadas pela autora padecem, em nosso entendimento, de uma grande fragilidade que consiste em não diferenciarem as situações, conforme propomos, em que o acionamento do mecanismo de ajustamento decorre de comportamento lícito (e.g. erro contabilístico), daquelas em que resulta de comportamento ilícito (e.g. fraude). O tratamento igualitário em situações, claramente, distintas pode, facilmente, originar um sentimento de injustiça entre o universo de colaboradores da empresa, porquanto estar-se-á a dar o mesmo tratamento a condutas que merecem resposta e censura diversas, acabando por se penalizar em excesso o colaborador que comete simples erro e a penalizar por defeito aquele que operou por via de conduta culposa, quando comparados.

¹³⁹ Cf. (FSB, 2018c: 6 e 11-13).

¹⁴⁰ (CARPINTEIRO, 2015: 21).

¹⁴¹ (CARPINTEIRO, 2015: 22).

9.2. SUJEITOS ABRANGIDOS

No que respeita aos sujeitos que podem ser afetados pelos mecanismos de redução e reversão de remuneração, incluem-se todos os colaboradores de uma empresa que recebam parte da sua remuneração total, sob a forma de remuneração variável.

Se é certo que estes mecanismos podem ter esta amplitude de aplicação, no referente à sua dimensão subjetiva, a verdade é que os mesmos são geralmente pensados para um grupo restrito de colaboradores.

No plano europeu, por norma, são objeto de aplicação destes mecanismos:

- (i) Membros dos órgãos de administração e de fiscalização;
- (ii) Direção de topo;
- (iii) Responsáveis pela assunção de riscos e funções de controlo;

(iv) Colaboradores com remuneração total similar ao das categorias anteriores, e cujas respetivas atividades profissionais tenham impacto material no perfil de risco da instituição de crédito.

Assim o prescreve a CRD IV¹⁴² e, por inerência, o RGICSF, no seu n.º1 do art.115º-E, por remissão para o n.º2 do art.115º-C.

Diferentemente, nos EUA observamos uma maior restrição no referente aos colaboradores objeto do mecanismo de *clawback*, tendo, no entanto, vindo o espectro de aplicação a aumentar nas sucessivas produções legislativas¹⁴³.

Uma outra questão relevante reside em saber se os mecanismos de *malus* e *clawback* veem limitado o seu âmbito de aplicação aos colaboradores que se encontram no ativo na empresa ou se poderão ser, igualmente, aplicáveis a colaboradores que, no entretanto, tenham cessado a sua relação profissional com aquela¹⁴⁴. Ora, desde que o período estipulado para o acionamento destes mecanismos ainda não tenha sido ultrapassado, entendemos que o ajustamento pode ocorrer seja relativamente a colaboradores em funções, como também colaboradores que as tenham cessado.

¹⁴² Art. 92º, n.º2.

¹⁴³ Cf. subsecção 5.1.

¹⁴⁴ Assim o permite a *clawback* do DFA.

Por fim, importa saber se, para que os mecanismos em estudo possam atuar, se exige que o colaborador visado seja, mormente quando estão em causa comportamentos de índole culposa, o autor da conduta que determinou a verificação do *trigger event* ou, pelo contrário, se basta que o mesmo esteja indiretamente envolvido para que possa ver a sua remuneração reduzida. Esta questão foi, inclusivamente, colocada no âmbito da *clawback* do Sox Act, tendo a SEC esclarecido que o comportamento qualificado como «misconduct», exigido para o seu acionamento, não tinha que ser diretamente imputado ao CEO e CFO para que estes vissem a sua remuneração reduzida.

Parece-nos, pois, que sempre que um colaborador tenha uma conduta que extravase o nível de risco tolerável pela própria empresa ou atue, nomeadamente, de forma ilícita (e.g. ato fraudulento) e que, por esse facto, seja acionável o mecanismo de ajustamento, em face das repercussões que esse mesmo comportamento teve na empresa, não só aquele deve ver a sua remuneração variável ser alvo de recuperação, como também os mesmos mecanismos deverão atuar sobre os responsáveis hierárquicos do colaborador sempre que se revele que os mesmos não desempenharam a sua função de supervisão e controlo com a diligência¹⁴⁵ e cuidado que lhes era exigido tendo, por essa via, contribuído, ainda que indiretamente, para o resultado lesivo da empresa.

Neste sentido parece ir, igualmente, o RGICSF ao dispor, na alínea a) do nº9 do art.115º-E, que devem ser consideradas, entre outras, “as situações em que o colaborador participou ou foi responsável por conduta da qual resultou, para a instituição de crédito, perdas significativas”.

9.3. PERÍODO DE ACIONAMENTO

Quando falamos de período de acionamento referimo-nos ao período no qual os mecanismos de redução e reversão podem ser acionados.

¹⁴⁵ Partilhando da mesma opinião: (ERKENS et al., 2014b: 8). NICHOLAS DORN, por seu turno, defende que as empresas devem ter em funcionamento, não apenas, mecanismos de *clawback* verticais, entendendo que “extended [vertical clawbacks] to those who hold line supervisory or management responsibilities, are clearly merited”, porquanto “[i]f superiors claim not to have known, then either they neglected their duties, tactically turned a blind eye or strategically ensured that they were never formally informed”, como também *clawbacks* horizontais esperando que “[Lateral clawbacks] affecting all those within the team, unit and/or bonus pool within which malfeasance occurs (...) would have the potential to positively incentivise a broader swathe of bank employees to take preventive action.”: (PARLIAMENTARY COMMISSION ON BANKING STANDARDS, 2013-2014b: 401).

No caso das *malus*, uma vez apenas poderem operar sobre remuneração variável que ainda não constitua direito adquirido do colaborador¹⁴⁶, nenhum problema se coloca, devendo, evidentemente, poder ser acionado até que a referida componente remuneratória se torne direito adquirido daquele.

Já maiores dificuldades surgem quando procuramos delimitar o período de acionamento dos mecanismos de *clawback*.

Este período varia substancialmente entre as várias jurisdições¹⁴⁷, podendo cingir-se a um período de 12 meses, como ocorre com o Sox Act, ou prescrever-se períodos mais dilatados como sucede no UK¹⁴⁸ onde o período de acionamento se fixa nos sete anos^{149,150}.

Sendo aplicáveis a remuneração variável que já constitua direito adquirido do colaborador, importa definir um limite temporal a partir do qual deixe de fazer sentido o seu acionamento ou cuja avaliação do impacto da sua atuação já não seja possível ser determinado objetivamente.

Entendemos que, também para efeitos de determinação do período de acionamento destes mecanismos, importa distinguir o tipo de *clawback* em causa.

Socorrendo, novamente, dos dois grupos de *clawback supra*¹⁵¹ criados, entendemos que períodos máximos de acionamento distintos deverão ser estabelecidos para as *clawbacks* de vertente comportamental face às de vertente não comportamental.

Para as primeiras, uma vez estar em causa comportamento censurável do colaborador, o qual, muitas das vezes, só é detetável com um hiato temporal considerável face ao momento da sua prática, o período de acionamento deverá ser prolongado, arriscando defender um período correspondente ao prazo ordinário de prescrição, previsto no art.309º do CC, de 20 anos.

¹⁴⁶ A CRD IV não estipula, diretamente, um período específico no qual poderá ser acionado o mecanismo de *malus*, nem de *clawback*. Antes estabelece, na al. m), n.º1, do art.94º, que “[u]ma parte substancial, que represente pelo menos 40% da componente variável da remuneração, deve ser diferida durante um período mínimo de três a cinco anos”. Ora, uma vez o mecanismo de *malus* apenas ter por objeto remuneração variável diferida, o período de acionamento terá de corresponder, necessariamente, ao intervalo de três a cinco anos referido. No seu seguimento, também o RGICSF estabelece, no n.º7 do art. 115º-E, um período de diferimento entre 3 a 5 anos.

¹⁴⁷ Ver: (FSB, 2019: 13).

¹⁴⁸ (BoE PRA, 2017: 21).

¹⁴⁹ Podendo, em casos específicos, ser extensível até dez anos: (BoE PRA, 2017: 21).

¹⁵⁰ No entender do Interim Financial Policy Committee do BoE, períodos de diferimento de três anos apresentam-se “far shorter than the length of the typical business or credit cycle”: (PARLIAMENTARY COMMISSION ON BANKING STANDARDS, 2013-2014b: 398). MICHAEL COHRS, antigo membro do conselho de administração do Deutsche Bank, referiu que períodos de diferimento entre sete e dez anos se apresentariam mais adequados, por forma a garantir que “we have gone through a business cycle before people are paid out”: (PARLIAMENTARY COMMISSION ON BANKING STANDARDS, 2013-2014b: 399).

¹⁵¹ Subsecção 9.1.

Já para as segundas, e tendo em consideração os princípios da certeza e segurança jurídica, um período de 7 anos, conforme estabelecido no UK¹⁵², parece-nos suficiente com a diferença de o mesmo apenas se iniciar aquando da constituição da remuneração variável como direito adquirido do colaborador.

9.4. TRIGGER EVENTS

Por fim, importa abordar a temática dos *trigger events*, i.e., as circunstâncias fácticas cuja ocorrência legitima o acionamento dos mecanismos de *malus* e *clawback*.

Através das várias peças legislativas e dos diversos e relevantes documentos de *soft law*, *supra* explorados, percebemos a multiplicidade de *trigger events* que podem servir de válvula de acionamento dos mecanismos em estudo.

Vimos, por exemplo, na legislação norte-americana, que o *trigger event*, por excelência, era a ocorrência de uma reformulação financeira («*restatement*»). No entanto, verificamos, na *clawback* do Sox Act, que a referida necessidade de proceder a um *restatement* tinha de ter na sua origem o incumprimento material, por parte da empresa, em resultado de conduta culposa («*misconduct*»), com qualquer requisito de reporte financeiro.

Por seu turno, com a *clawback* do DFA o *trigger event* resumia-se à verificação de uma reformulação financeira, não sendo exigível que o comportamento que lhe deu origem fosse qualificado como «*misconduct*».

Assim sendo, se uma empresa, aquando da vigência do mecanismo de *clawback* do Sox act, procedesse a uma reformulação financeira, mas sem que tal fosse decorrência de um comportamento qualificável como «*misconduct*», ou sendo, que não se conseguisse provar, então o mecanismo de *clawback* não poderia ser acionado. Já, com o DFA a ocorrência de reformulação financeira apresenta-se como condição bastante para o acionamento daquele.

Com esta análise, ficamos com a compreensão que estes mecanismos podem, comportando um mesmo *trigger event*, fazer depender o seu acionamento de um conjunto de factos acessórios concretizadores ou qualificadores do próprio *trigger event*.

¹⁵² Cf. (BoE PRA, 2014b: 3). Para explicação sumária sobre as novas regras do BoE PRA aplicáveis aos mecanismos de *malus* e *clawback* no UK: (NORTON ROSE FULBRIGHT LLP, 2014) e (SEWARD et al., 2014).

Não obstante, o facto desencadeador mais utilizado na configuração dos mecanismos de *clawback*, bem como de *malus*, residir na ocorrência de uma reformulação financeira, o que se compreende pelo facto de parte dos critérios que determinam a atribuição de remuneração variável consistirem em critérios quantitativos financeiros, pelo que a correção, por parte da empresa, desses mesmos resultados, determina, necessariamente, um ajuste da remuneração que, à luz dos resultados reformulados, deva ser, efetivamente, atribuída aos colaboradores visados, a verdade é que ambos os mecanismos podem comportar um leque vasto de configurações.

A heterogeneidade dos *trigger events* permite-nos a criação de várias modalidades de *clawbacks* e *malus*, podendo servir um conjunto variado de propósitos.

A título meramente exemplificativo¹⁵³ podemos ter como *trigger events*:

- (i) prova de conduta culposa ou negligente por parte de um colaborador (e.g. violação de regulamentação interna da empresa, fraude, erros graves, falhas no controlo de risco,);
- (ii) regressão significativa de indicadores económicos específicos respeitantes ao desempenho da empresa ou de uma unidade de negócio;
- (iii) aplicação de sanção por força da conduta do trabalhador (tenha ou não um impacto direto nos resultados financeiros – e.g. violação do código de conduta interno da empresa);
- (iv) simples erro nos resultados financeiros publicados;
- (v) adoção de risco excessivo ultrapassando o nível de tolerância ao risco da empresa¹⁵⁴;
- (vi) entrada da empresa em processo de insolvência.

Segundo o estudo realizado por BABENKO [et. al], tendo em conta as informações referentes às políticas de *clawback* adotadas pelas empresas do S&P 1500, os *trigger events* mais utilizados¹⁵⁵ são:

¹⁵³ Para mais exemplos: (FSB, 2015: 39); (PWC, 2015: 8); (BABENKO et al., 2017: 47); (BAKKE et al., 2018: 50) e (ERKENS et al., 2014b: 69).

¹⁵⁴ Como referem FRIED e SHILON, “in a financial firm, it may be desirable for the government to recover payments to executives whose decisions put the firm at risk and necessitated a government bailout, whether or not there were errors in the metrics used to determine those payments”: (FRIED e SHILON, 2011b: 724).

- a) reformulação de demonstrações financeiras (70%);
- b) fraude (32%);
- c) comportamentos qualificados como «misconduct» e negligência no referente aos deveres fiduciários (48%).

10. EFICÁCIA DAS CLÁUSULAS DE REDUÇÃO E REVERSÃO

De nada vale o estudo e implementação de qualquer mecanismo legal se o mesmo não se mostrar eficaz no plano prático.

Assim sendo, importa analisarmos agora a importância da estruturação destes mecanismos, nomeadamente a definição dos seus pressupostos, na eficácia dos mesmos, olhando quer para os elementos que a podem melhorar, quer aqueles que a podem condicionar.

10.1. PRINCIPAIS OBSTÁCULOS À EFICÁCIA DOS MECANISMOS DE CLAWBACK E MALUS

São diversos os obstáculos que podem condicionar a eficácia dos mecanismos em estudo.

Um primeiro, reside na estipulação do órgão que fica, a seu cargo, com o poder de acionar os referidos mecanismos, i.e. o órgão encarregue não apenas por monitorar a verificação dos *trigger events* mas, também, por executar os referidos mecanismos e proceder à recuperação dos montantes indevidamente atribuídos.

Para abordar este primeiro obstáculo optaremos por analisar a experiência norte-americana, não só pelo facto de ser *terra mater* de onde surgiram estes mecanismos, mas por ter sido, efetivamente, nas suas experiências legislativas que se experienciou, de uma forma mais clara e evidente, o referido obstáculo.

¹⁵⁵ Cf. (BABENKO et al., 2017: 4 e 13).

Anteriormente à entrada em vigor do DFA, as empresas podiam estar sujeitas a dois tipos de mecanismos de reversão: (i) a *clawback* do Sox act (ii) e qualquer *clawback* voluntariamente implementada pelas próprias empresas.

No referente à *clawback* criada por via do Sox act, a mesma foi considerada como um dos maiores fracassos ao nível da sua eficácia e tal se deveu, primordialmente, ao órgão a quem fora atribuída a prerrogativa de monitorar e fazer acionar o referido mecanismo.

Se dúvidas existia quanto à entidade competente para impor e exigir tal devolução de remuneração, a jurisprudência americana¹⁵⁶ cedo esclareceu que apenas à SEC cabia, por exclusivo, o poder de impor¹⁵⁷, junto do CEO e CFO das empresas, cujo comportamento se enquadrasse na previsão normativa da *Section 304*, o acionamento do mecanismo de *clawback*.

Apelidada por muitos como, aquando da sua aprovação, um verdadeiro marco na reforma dos mercados financeiros¹⁵⁸, a circunscrição do poder de acionamento do mecanismo de *clawback* à SEC, foi a pedra de toque para que os resultados derivados da aplicação da referida secção ficassem, claramente, aquém das expectativas. Ora os números falam por si, sendo que nos primeiros sete anos após a aprovação do Sox Act, a SEC apenas acionou por duas vezes¹⁵⁹ o mecanismo de *clawback*.

A atribuição do poder, em exclusivo, de acionamento e execução do mecanismo de reversão, a uma entidade independente, como o é a SEC, revelou-se um entrave à eficácia do mesmo, porquanto, e no caso em concreto, aquela não detinha recursos humanos, nem de capital, suficientes para dar seguimento à supervisão e implementação do mecanismo de reversão.

Outro dos potenciais obstáculos à eficácia dos mecanismos em estudo, e ainda relacionado com a temática do órgão¹⁶⁰ encarregue pelo seu acionamento, reside na discricionariedade de que os próprios mecanismos, através da sua configuração, conferem àquele para poder decidir ou não, mesmo que verificado o *trigger event*, pelo seu acionamento. Se o grau de discri-

¹⁵⁶ Veja-se o acórdão *NEER vs. PELINO*, proferido pelo *United States District Court, E.D. Pennsylvania*, onde esta matéria fora abordada e no qual o tribunal refere que a “Section 304 does not explicitly afford a private right of action, and no court has ruled on whether this section creates an implied private right of action”, concluindo que “[i]n light of the text and structure of the Act and its legislative history, we find that Congress did not intent to create an implied cause of action in Section 304”.

¹⁵⁷ Como refere SCHWARTZ, “Courts (...) have unanimously held that only the [SEC] may bring a cause of action to enforce this provision.” pelo que, “[n]either the company nor [...] its shareholders can sue to enforce section 304”: (SCHWARTZ, 2008: 2).

¹⁵⁸ Como refere FRIED e SHILON, “[i]t was widely considered to be the most important federal intervention in corporate governance since the enactment of the securities laws in the 1930s”: (FRIED e SHILON, 2011b: 730).

¹⁵⁹ Cf. (CHERRY e WONG, 2009: 7). A primeira execução do mecanismo de *clawback* pela SEC teve como alvo o CEO do United Health Groups, o qual foi obrigado a devolver à empresa \$600 milhões: (MURPHY e JENSEN, 2011: 44).

¹⁶⁰ Sobre estes obstáculos mais se aprofundará na secção 11.

cionariedade for demasiado amplo, o que se verificou em muitas das cláusulas de *clawback* voluntariamente implementadas pelas empresas americanas, no período pré-DFA, a probabilidade de a mesma vir a ser acionada é, consideravelmente, reduzida.

Outra das barreiras à eficácia destes mecanismos consiste na determinação das circunstâncias fácticas que determinam o seu acionamento. Ao utilizar-se *trigger events* demasiado exigentes, como sucedeu, por exemplo, com a *clawback* do Sox Act, onde, para que a mesma fosse passível de ser acionada, não bastava a verificação de uma reformulação financeira, sendo ainda necessário que esta fosse decorrência de um comportamento qualificado como «misconduct». Ora, uma vez tratar-se de um conceito indeterminado, a que acresce a dificuldade de prova¹⁶¹ em como algum colaborador atuara culposamente, e que esse comportamento esteve na origem da necessidade posterior de se proceder a uma reformulação financeira, adicionava-se, assim, mais uma limitação à eficácia da execução do mecanismo de *clawback*¹⁶².

Tal limitação viria a ser suprimida com a *clawback* do DFA passando a exigir-se, somente, a verificação de uma reformulação financeira. Como refere FRIED e SHILON “[a]llowing an executive to pocket excess pay even in the absence of misconduct confers an undeserved windfall on the executive at shareholders expenses ex post” pelo que “[t]he apparent culpability or innocence of an executive should not affect the executive’s ability to keep pay that was unearned”¹⁶³.

De igual forma, a exigência de ter que se verificar uma reformulação financeira, independentemente de decorrer de comportamento lícito ou ilícito, para que possa ser acionado o mecanismo de reversão, foi também entendido como limitando a sua execução¹⁶⁴. Nas palavras de FRIED, “[e]xcess incentive-based pay can (...) arise absent a restatement”¹⁶⁵, pelo que, ao exigir-se a ocorrência de uma reformulação financeira para que possa ser acionado o mecanismo de *clawback*, estar-se-á a limitar a amplitude de execução do próprio mecanismo e, assim, permitir que, em certas situações em que não seja necessário que a empresa proceda à referida reformulação, os executivos possam, a custo dos acionistas, quedar-se com a remuneração em excesso que tenham recebido fruto de pequenos erros contabilísticos.

É, pois, necessário garantir na determinação dos *trigger events* um conjunto variado de critérios, de carácter financeiro e não financeiro, de forma a garantir uma amplitude de cir-

¹⁶¹ Segundo FRIED e SHILON “when misconduct has in fact occurred even directors acting in good faith may have difficulty detecting it.”: (FRIED e SHILON, 2011b: 741).

¹⁶² Defendendo a aplicação das *clawbacks* apenas aos colaboradores que tenham atuado com culpa: (ELA, 2014: 4). Com posição similar: (BoE PRA, 2014b: 3).

¹⁶³ (FRIED e SHILON, 2011a: 5).

¹⁶⁴ Defendendo mecanismo de *clawback* não limitado à verificação de reformulação financeira: (MURPHY e JENSEN, 2011: 45).

¹⁶⁵ (FRIED, 2016: 15).

cunståncias que permitam à empresa, sempre que se justifique, acionar os referidos mecanismos evitando, dessa forma, transferências injustificadas de património da empresa, sob a forma de remuneração variável.

Outro dos obstáculos à eficácia destes mecanismos pode resultar da própria fonte da qual emanam, i.e., se se tratam de mecanismos de origem legal ou da autonomia privada das partes e, assim, voluntários.

Somos da opinião que dificilmente a construção unitária e estanque de mecanismos de ajustamento pelo risco por parte do legislador serão eficientes, porquanto, como refere o FSB «one size does not fit all»¹⁶⁶. Por seu lado, a liberdade absoluta às empresas para que possam decidir adotar ou não, e estruturar os mecanismos em questão, como lhes aprouver, também não será a resposta adequada, pois, certamente, nesses casos, as empresas optarão por configurar, muitas vezes fruto de pressão por parte de executivos com uma centralização de poder na empresa, mecanismos dificilmente acionáveis ou recorrendo, como *supra* explorámos, a conceitos indeterminados por forma a condicionar, ao máximo, a sua execução.

A solução que se afigura como mais adequada será a que encontramos, nomeadamente, no quadrante europeu, por via da CRD IV, onde existe uma prescrição legal para a implementação destes mecanismos, com um conjunto de critérios mínimos recomendáveis, deixando às instituições de crédito a possibilidade de, em acordo com as suas necessidades, dimensão e natureza, respeitando, assim, o princípio da proporcionalidade, configurar e adaptar os mecanismos a implementar tendo, evidentemente, os requisitos mínimos impostos por lei como ponto de partida.

Outra das limitações à eficácia pode ser encontrada nas métricas das quais depende a atribuição da remuneração variável. Sempre que os critérios de avaliação para a medição do montante a atribuir aos executivos tenha por base critérios, particularmente qualitativos, de difícil medição (e.g. satisfação dos clientes, valor das ações) o acionamento, principalmente, do mecanismo de *clawback*, pois requer que o sujeito que recebeu montantes em excesso proceda à sua respetiva devolução, pode ver-se limitado na sua execução.

¹⁶⁶ (FSB, 2017a: 4).

Tal limitação pode resultar da resistência do colaborador visado em devolver as quantias que indevidamente recebeu¹⁶⁷, optando por litigar o montante apontado como excesso, devido às dificuldades inerentes à sua própria medição.

Pense-se na dificuldade¹⁶⁸ de determinar qual seria o exato valor das ações numa data passada em consonância com os resultados reformulados posteriormente ou como definir qual o valor exato atribuível à satisfação dos clientes.

De igual forma, o montante a atribuir a título de remuneração variável tem influência na eficácia dos próprios mecanismos, não apenas porque estes podem ver restrita a sua atuação apenas a uma percentagem, pré-definida, daquela, como quanto menor for a componente variável (e sujeita a estes mecanismos), menor será a exteriorização dos benefícios daqueles esperados e, assim, menor será a sua eficácia em termos globais.

Também o número de colaboradores a que se aplicam os mecanismos em estudo pode ser um entrave à sua eficácia, uma vez que, quanto maior o número de colaboradores sujeitos (no limite, tantos quantos recebem remuneração variável), maiores serão os custos de *compliance*, de monitorização e supervisão, bem como os que possam decorrer de eventual acionamento dos referidos mecanismos.

Se no plano teórico, o ideal seria a sua aplicação a todo o universo de colaboradores¹⁶⁹ que auferem remuneração variável, no plano prático parece difícil que se consiga efetuar uma supervisão e monitorização cuidada num universo tão amplo de colaboradores.

Assim sendo, o foco deverá, de facto, incidir, em primeiro lugar, nos administradores executivos e demais colaboradores que recebam componente remuneratória variável substancial¹⁷⁰.

Por fim, importa analisar dois obstáculos, um referente ao mecanismo de *malus* e outro ao de *clawback*.

O primeiro respeita ao período de diferimento estipulado pelas empresas, na sua política de remuneração. Uma vez o mecanismo de *malus* só atuar sobre a componente variável

¹⁶⁷ Ao exigir-se montantes anteriormente atribuídos, os quais podem já ter sido gastos e sobre os quais foram pagos impostos pode, só por si, consistir numa dificuldade à eficácia das *clawbacks*. Assim: (CHERRY e WONG, 2010: 26).

¹⁶⁸ Assim: (BACHELDER, 2015: 3).

¹⁶⁹ Defendendo a aplicação à generalidade dos colaboradores: (MURPHY e JENSEN, 2011: 45).

¹⁷⁰ Para FRIED, “[t]he economy and investors would be better served by a more narrowly targeted “smart” excess-pay clawback that focuses on fewer issuers, executives, and compensation arrangements”: (FRIED, 2016: 1).

que ainda não constitua propriedade do colaborador, quanto menor for o prazo de diferimento, menor será também o período sobre o qual a *malus clause* será acionável.

Já o segundo e último obstáculo a referir, desta feita com incidência primordial nos mecanismos de *clawback*, porquanto atuam sobre remuneração variável que já constitui direito do seu titular, o qual se encontra já nas vestes de proprietário legal daquela quantia, respeita aos próprios condicionalismos impostos pelas diversas jurisdições, nomeadamente, no âmbito do direito laboral, contratual e fiscal^{171,172}.

De acordo com o último relatório do FSB, são várias as jurisdições-membro que reportam a existência de dificuldades ou até mesmo impedimentos, à implementação de mecanismos de *clawback*¹⁷³, por força da legislação interna¹⁷⁴. Países como a Argentina, Brasil, México e Rússia afirmam mesmo que, em face do regime legal interno, não são permitidos os mecanismos de *clawback*¹⁷⁵.

Das jurisdições-membro do FSB, apenas seis¹⁷⁶ reportam não existir qualquer dificuldade legal na implementação destes mecanismos.

10.2. LIMITAÇÕES LEGAIS – O EXEMPLO PORTUGUÊS

Como *supra* exposto, podem existir algumas dificuldades ou impedimentos à introdução de mecanismos de *malus* e *clawback*, em resultado da legislação interna, nomeadamente no âmbito laboral e contratual¹⁷⁷.

¹⁷¹ Fazendo referência às dificuldades dos mecanismos de *clawback* no âmbito fiscal: (AFANASYEVA, 2017: 34); (MURPHY e JENSEN, 2011: 43) e (ROCHAT e KOCH, 2014)

¹⁷² Questão pertinente no âmbito fiscal é saber se o montante a recuperar deve ou não ser líquido de imposto. Ver: (ELA, 2014: 10); (BACHELDER, 2015: 4) e (FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, 2017).

¹⁷³ Realçando a maior dificuldade de aplicação das *clawback* face às *malus clauses*: (NAMAR, 2012).

¹⁷⁴ (FSB, 2019: 15 e 37).

¹⁷⁵ (FSB, 2019: 37).

¹⁷⁶ Caso da Índia, Indonésia, Coreia do Sul, Singapura, África do Sul e UK: (FSB, 2019: 37).

¹⁷⁷ Outras problemáticas, quanto à aplicação, primordialmente, do mecanismo de *clawback* se poderão colocar, sendo de referir, nomeadamente, os potenciais impactos no âmbito dos Regimes Contributivos do Sistema Previdencial, bem como no âmbito dos Fundos de Pensão Privados das instituições financeiras. Veja-se, a título de exemplo, o que disponha o Relatório e Contas do Banco Espírito Santo, de 2013, referindo, que “[a] pensão total nunca poderá ser superior ao salário pensionável do administrador executivo em causa. O salário pensionável corresponde à soma do valor da remuneração fixa anual auferida no último ano de exercício de funções, com a média das remunerações variáveis auferidas durante todo o tempo em que o referido Administrador desempenhou funções de Administração Executiva no BES.”: (GRUPO BANCO ESPÍRITO SANTO, 2013: 340). Pense-se, então, no possível impacto que terá a recuperação de remuneração variável, por recurso a mecanismo de *clawback*, na determinação das pensões de reforma a atribuir.

Por forma a acautelar tais situações e garantir uma harmonização da implementação destes mecanismos em respeito pelas normas e princípios de direito vigentes, quer a CRD IV, quer as orientações da EBA dispõem que a implementação destes mecanismos deve ter em consideração os princípios gerais de direito contratual e laboral aplicável. Nesse mesmo sentido, e por inerência, dispõe o nº8 do art.115º-E do RGICSF.

Importa, pois, perceber se, ao nível da legislação nacional, existe ou não algum impedimento à implementação destes mecanismos.

No que concerne à legislação laboral poder-se-á, desde logo, questionar se a recuperação da remuneração dos colaboradores conflitua ou não com o princípio da irredutibilidade da remuneração¹⁷⁸.

Efetivamente, estatui a alínea d) do nº1 do art.129º do CT que o empregador não pode, salvo os casos legalmente previstos ou em IRCT, reduzir a retribuição do trabalhador.

Ora, se é certo que o referido normativo não é aplicável aos administradores executivos porquanto, como já aludido, não se encontram ligados à empresa por um vínculo laboral, o mesmo já não acontece com a generalidade dos demais colaboradores.

Também nestes casos, entendemos não existir nenhuma violação ao referido princípio, porquanto a remuneração objeto dos mecanismos ora em estudo não se encontra sujeita à aplicação daquele por subsumir-se ao conteúdo do nº1 do art. 260º do Código do Trabalho, não sendo, pois, qualificável enquanto retribuição¹⁷⁹ nos termos e para os efeitos da alínea d), do nº1 do art. 129º do referido diploma.

Outra das questões que cabe suscitar é saber se podem ou não, os mecanismos em causa, ser implementados com carácter retroativo¹⁸⁰, i.e. se podem atuar a partir do momento da sua consagração apenas para futuro ou antes serem aplicáveis a factos passados, até ao máximo do período de acionamento definido.

¹⁷⁸ Ver: (LEITÃO, 2014: 349) e (MARTINEZ, 2015: 617).

¹⁷⁹ Cabe, pois, frisar que a legislação laboral, mormente o Código do Trabalho, não segue uma distinção, conforme apresentada no decurso do presente estudo, entre remuneração fixa e variável, delimitando, somente, o conceito de retribuição para efeitos de definição da contrapartida auferida pelo trabalhador em resultado do seu labor e distinguindo, conforme resulta do nº2 do seu art. 258º entre retribuição em dinheiro e retribuição em espécie, a qual, em caso algum, por de sinónimos não se tratarem, pode ser reconduzida ao conceito de remuneração fixa e variável.

¹⁸⁰ Entendendo que a aplicação retroativa dos mecanismos de *clawback* não só se afigura como difícil em termos legais, como também produziria efeitos adversos na moral dos colaboradores: (GOODMAN, 2008: 5).

Entendemos que, em nome do princípio da confiança e da tutela das expectativas, a implementação dos mecanismos de *malus* e *clawback* apenas poderá implicar uma atuação dos mesmos para futuro, ou seja, sem produção retroativa de efeitos¹⁸¹.

11. MONITORIZAÇÃO E ACIONAMENTO

Importa perceber, por fim, a quem deve caber a monitorização bem como a prerrogativa de impor o acionamento dos mecanismos em estudo.

São diversas as questões que podemos colocar, desde saber se o acionamento daqueles deve caber a uma entidade independente, como sucedeu com o Sox Act, ou deverá recair sobre a própria empresa que o implementa, e neste caso, o órgão ao qual deve caber a decisão de proceder à recuperação da remuneração variável.

De igual forma, podemos colocar a questão de saber se, previstos estes mecanismos, os mesmos devem operar de forma automática, aquando da ocorrência do *trigger event* ou, em alternativa, ser atribuída discricionariedade ao órgão competente para avançar, ou não, com a redução/reversão da remuneração.

Começaremos por responder a esta segunda questão.

11.1. AUTOMATICIDADE VS. DISCRICIONARIEDADE

Tratando-se os mecanismos de *clawback* e *malus* de instrumentos de ajustamento, procurando assim assegurar que a remuneração variável paga tem correspondência com a performance de cada colaborador e, dessa forma, não se remunera acima do merecido, nem das possibilidades da própria empresa, entendemos que ambos os mecanismos devem operar de forma automática devendo, eventualmente, ser deixada uma margem de discricionariedade¹⁸² às empresas para eventuais situações em que o custo associado à recuperação da remuneração ultrapasse o montante que a empresa irá, efetivamente, recuperar.

¹⁸¹ Defendendo a não retroatividade: (ELA, 2014: 6) e (CHERRY e WONG, 2010: 25).

¹⁸² Defendendo a atribuição de discricionariedade no acionamento das *clawbacks*: (GOODMAN, 2008: 5).

Pensemos no seguinte exemplo:

¹ O CEO da empresa X, tem previsto no seu contrato a possibilidade de receber €100.000, a título de remuneração variável, por cada €1.000.000 de lucro que a empresa apresentar, num determinado exercício. Suponhamos que a empresa declara ter um resultado de €3.000.000 de lucro. Tal significa que o CEO teria direito a receber €300.000. Posteriormente, e constatado um erro nos cálculos que serviram de base às demonstrações financeiras produzidas, a empresa reformula as suas demonstrações informando o mercado que apenas obtivera um lucro de €1.000.000. Tal constatação implica que a empresa remunerou, indevidamente, o CEO num montante de €200.000 superior àquele a que, com base nos critérios de atribuição definidos, o mesmo teria direito.

Afigura-se, pois, por legítimo, questionar, perante o caso acabado de descrever, se deve ou não a empresa proceder à recuperação do montante remuneratório indevidamente atribuído ao seu CEO.

É, certamente consensual, que os €300.000 recebidos pelo CEO não estão em conformidade com a performance que a empresa atingiu, não havendo, à luz dos critérios quantitativos financeiros que determinam a atribuição da remuneração variável (neste caso o lucro da empresa), razões que sustentem a manutenção do valor em excesso na titularidade do CEO.

Em termos abstratos seríamos tentados a afirmar, sem espaço para dúvidas, que a empresa deveria proceder à recuperação, neste caso por via de um mecanismo de *clawback*, dos €200.000 indevidamente atribuídos.

Imagine-se, no entanto, que o custo de recuperação para a empresa é superior aos €200.000 que iria recuperar. Tal já nos obrigaria a uma maior ponderação sobre se se deve, mesmo assim, avançar com o acionamento daquele mecanismo.

Nestes casos tanto podemos defender que, apesar dos custos de recuperação, a empresa deve proceder ao acionamento da *clawback* pois, caso contrário, estar-se-ia a permitir que um colaborador seu fosse indevidamente remunerado por uma performance que não logrou obter, como é admissível defender, uma vez os custos suplantarem o benefício que a empresa teria com a referida recuperação, que a esta deveria ser dada a opção de não acionar o mecanismo de devolução.

Conforme já exposto, entendemos que, por norma, ambos os mecanismos devem operar de forma automática¹⁸³, deixando espaço para uma restrita discricionariedade sempre que os custos de recuperação superem os benefícios líquidos do valor a recuperar.

11.2. ÓRGÃO EXTERNO VS. INTERNO

Por último, analisamos a questão referente a saber qual o órgão a quem deve competir monitorizar e executar os mecanismos de redução/reversão, saber se este deve fazer parte da estrutura interna da empresa ou tratar-se de autoridade externa.

Contrariamente ao que se sucedeu com o Sox Act, cuja competência pela monitorização e acionamento cabia a uma autoridade externa de supervisão, a generalidade das peças legislativas atualmente em vigor, seja no quadrante norte-americano ou no europeu, atribuem tal competência aos órgãos internos da empresa.

No que concerne às instituições de crédito consideradas significativas, o entendimento tem sido o de atribuir a referida competência ao comité de remunerações^{184,185}. Sempre que a constituição deste órgão não seja possível, esta competência ficará, naturalmente, a cargo do órgão titular da função de fiscalização¹⁸⁶.

Se por um lado, for atribuível a autoridade externa, o que no plano teórico poderia fazer todo o sentido, porquanto permitia que a decisão fosse o mais independente e transparente possível, por outro, os resultados derivados da experiência da *clawback* do Sox Act veio demonstrar que, num plano prático, tal não se afigura como sendo a opção mais adequada, pois, dificilmente as autoridades externas são dotados de recursos humanos e financeiros suficientes para conseguir supervisionar e acionar os mecanismos em estudo num leque demasiado amplo de entidades.

Sendo, assim, certo que a escolha de atribuição, por exclusivo, a uma autoridade externa, não se afigura como a opção mais adequada, entendemos que a melhor solução passará por, numa primeira linha, competir à própria empresa o acionamento dos mecanismos de *clawback* e *malus*, pois será mais fácil a esta controlar e monitorar a verificação dos *trigger events* e, numa segunda linha, principalmente quando estão em causa empresas cotadas e ins-

¹⁸³ Defendendo a obrigatoriedade no acionamento: (FRIED e SHILON, 2011a: 4).

¹⁸⁴ No caso das instituições significativas, a CRD IV exige a constituição do comité de remunerações, por via dos seus arts. 92º, nº1 e 95º, nº1.

¹⁸⁵ Cf. (EBA, 2016:18).

¹⁸⁶ Cf. (EBA, 2016: 13 e 17).

tituições de crédito, deverá caber, subsidiariamente, às autoridades encarregues pela sua supervisão (no caso nacional a CMVM e o BdP), sempre que aquelas optem por não acionar os referidos mecanismos, dentro da discricionariedade que lhe possa ser conferida, permitindo assim que, em última instância, possam as autoridades competentes por zelar pelo bom funcionamento do mercado, tomar posição sobre a adequação, ou não, da decisão da empresa em não recuperar os montantes remuneratórios que se considerem imerecidos.

CAPÍTULO IV: CONCLUSÃO

Tendo (re)surgido em resultado de uma crise financeira sem precedentes, onde a matéria da remuneração dominou o palco mediático, por força das deficientes estruturas remuneratórias em prática, mormente no sector bancário, os mecanismos de *malus* e *clawback* têm vindo, principalmente por parte das organizações supranacionais, como o FSB e a EBA, a ganhar destaque próprio enquanto instrumentos atinentes à construção de políticas remuneratórias sãs e prudentes.

Não obstante este reconhecimento, reflexo da consagração dos mecanismos em estudo na legislação interna das mais variadas jurisdições, o seu desenvolvimento, quer em termos legislativos, bem como doutrinários, encontra-se ainda, por se tratar de novidade, numa fase embrionária, sendo múltiplas as questões que os mesmos suscitam seja ao nível da sua construção, como da sua eficácia.

Ao longo da presente dissertação procurámos dar resposta a estas mesmas questões, analisando as componentes constitutivas bem como os potenciais benefícios e custos e as condicionantes à eficácia daqueles.

Concluir que estes mecanismos são a única solução para uma correção urgente no que concerne à temática do alinhamento de interesses, por via da remuneração, no seio das empresas, seria pecar por excesso. Não obstante, a sua capacidade de operar *ex ante* enquanto mecanismos dissuasores de condutas malquistas, bem como *ex post*, assegurando meio próprio às empresas para recuperar remuneração que se tenha revelado indevidamente atribuída, leva-nos a crer, no plano da eficácia, que estes mecanismos se apresentam, hoje, como os melhores instrumentos, capazes de operar numa dupla vertente enquanto *sword and shield*, no assegurar do cumprimento do princípio *pay for performance* e, assim, garantir uma adequação entre remuneração e performance.

Por sua vez, e já no plano da estruturação destes mecanismos, nomeadamente por força das múltiplas configurações que os mesmos comportam¹⁸⁷, conforme exposto, a conclusão por um modelo único de *clawback* e *malus clause* mostrar-se-ia errado, não havendo dúvida que na sua construção, a qual deve decorrer de um conjunto de critérios mínimos legalmente

¹⁸⁷ Para exemplos de políticas de *malus* e *clawback* ver: (BABENKO et al., 2019: 36-38); (BABENKO et al., 2017: 42-43); (ANG et al., 2012: 58-61); (CHAN et al., 2012: 46-47); (ERKENS et al., 2014b: 53-59); (GAO et al., 2011: 45); (CHERRY e WONG, 2009: 45-48); (CHEN et al., 2014: 49-50); (APPLE INC., 2019: 29-37); (LLOYDS BANKING GROUP PLC, 2019: 1, 2 e 6); (GOLDMAN SACHS GROUP, INC., 2015); (MICROSOFT CORPORATION, 2017); (NOVO BANCO S.A., 2019a); (NOVO BANCO S.A., 2019b); (BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS S.A., 2016); (SANTANDER TOTTA, S.A., 2019: 1, 37-39) e (BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS S.A., 2019).

consagrados, deve sempre imperar o princípio da proporcionalidade, permitindo às empresas a adequação daqueles às suas necessidades, natureza e dimensão, por forma a assegurar que os benefícios que dos mesmos se procuram extrair suplantam os seus potenciais custos.

São, pois, os vários benefícios, comportamentais, reputacionais e económico-financeiros que destes mecanismos podem decorrer, que nos parece dar razão suficiente para que lhes seja prestada a devida atenção no aprofundamento do seu estudo, no qual é imperativo um envolvimento conjugado do direito e da gestão, por forma a traçar, em definitivo, o destino a ser dado quanto à sua implementação e nos efeitos consistentes que se podem esperar dos mesmos, primordialmente na construção de uma política remuneratória sã, prudente e sóbria.

Para já, os indicadores são positivos, tendo tido, inclusivamente, reflexo na receptividade dos mercados aos mesmos, o que nos leva a concluir com WOODS em como “[n]o pay system is perfect (...) [but the] new system of (...) malus and clawback is much safer”¹⁸⁸.

Ao referir-se a estes mecanismos, o advogado E. MICHAEL THOMAS referiu tratar-se de um remédio “beautiful in its simplicity, and [...] beautiful in its justice”¹⁸⁹. Se é certo que de simples nada têm, conforme o demonstrámos no decurso da presente dissertação, talvez sejam mesmo o remédio justo em falta: só o futuro o dirá.

¹⁸⁸ (WOODS, 2018: 3).

¹⁸⁹ (Apud GAO et al., 2011:4).

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de – *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 4ª edição, Almedina, (2014).
- ADDY, Noel D. / CHU, Xiaoyan / YODER, Timothy R. – *Recovering Bonuses After Restated Financials: Adopting Clawback Provisions*, (agosto, 2009). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1463992>.
- AFANASYEVA, Olga – *Executive bonuses clawback in the banking sector*, Business Ethics and Leadership, Vol. 1, Issue 1, ARMG Publishing, (2017). Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/81eb/a02b96faa0be3584a0c56cb30fad5ddb2092.pdf>.
- ANG, James S. / CHENG, Yingmei / FULMER, Sarah – *Clawing Back Executive Compensation: Will Dodd-Frank Matter?*, (fevereiro, 2012). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2023691>.
- APPLE INC. – *Proxy Statement*, (2019). Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312519004664/d667873ddef14a.htm>.
- BABENKO, Ilona / BENNETT, Benjamin / BIZJAK, John M. / COLES, Jeffrey L. / SANDVIK, Jason, *Clawback Provisions and Firm Risk*, Charles A. Dice Center Working Paper No. 2019-13, (abril, 2019). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3382498>.
- BABENKO, Ilona / BENNETT, Benjamin / BIZJAK, John M. / COLES, Jeffrey L. – *Clawback Provisions*, (julho, 2017). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2023292>.
- BACHELDER, Joseph E. – *Clawbacks Under Dodd-Frank and Other Federal Statutes*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, (junho, 2011). Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/06/09/clawbacks-under-dodd-frank-and-other-federal-statutes/>.
- BACHELDER, Joseph E. – *The SEC Proposed Clawback Rule*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, (outubro, 2015). Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/28/the-sec-proposed-clawback-rule/>.
- BAKKE, Tor-Erik / MAHMUDI, Hamed / VIRANI, Aazam – *The Value Implications of Mandatory Clawback Provisions*, (junho, 2018). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2890578>.

BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A. – *Assembleia Geral Anual do Banco Comercial Português, S.A., deliberar sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização*, (maio, 2019). Disponível em:

https://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/AssembGeral/2019/Ponto_4.pdf.

BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A. – *Política de Remuneração dos Colaboradores do Grupo BCP*, (abril, 2016). Disponível em:

https://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/governacao/Documents/Politica_Remun_ColabGrupo_BCP.pdf.

BANCO DE PORTUGAL – *Supervisão das práticas e políticas remuneratórias*, (2019). Disponível em:

<https://www.bportugal.pt/page/micro-supervisao-das-praticas-e-politicas-remuneratorias>.

BANK OF ENGLAND PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY – *Clawback*, Policy Statement, (julho, 2014b). Disponível em: [https://www.bankofengland.co.uk/prudential-](https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2014/clawback)

[regulation/publication/2014/clawback](https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2014/clawback).

BANK OF ENGLAND PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY – *Clawback*, Consultation Paper, (março, 2014a). Disponível em: [https://www.bankofengland.co.uk/-](https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/consultation-paper/2014/cp614)

[/media/boe/files/prudential-regulation/consultation-paper/2014/cp614](https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/consultation-paper/2014/cp614).

BANK OF ENGLAND PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY – *Remuneration*, Supervisory Statement, (abril, 2017). Disponível em: [https://www.bankofengland.co.uk/prudential-](https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2017/remuneration-ss)

[regulation/publication/2017/remuneration-ss](https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2017/remuneration-ss).

BANK, Steven A. / GEORGIEV, George S. – *Paying High for Low Performance*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 15-11, (agosto, 2015). Disponível em SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=2641152>.

BEBCHUK, Lucian A. / FRIED, Jesse M. – *Executive Compensation as an Agency Problem*. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 421, (2003), pp. 71-92. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=364220>.

BECK, Allison Kristina – *Clawback Provisions: How Sharp Are the Claws? An Analysis of the Deterrence Effectiveness of Voluntary Clawback Provisions*, PhD diss., University of Tennessee, (2012). Disponível em: https://trace.tennessee.edu/utk_graddiss/1267.

BIDDLE, Gary C. / CHAN, Lilian H. / JOO, Jeong Hwan – *Do Clawback Adoptions Influence Capital Investment Mix?*, (junho, 2018). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3042973>.

BROWN, Anna Bergman / DAVIS-FRIDAY, Paquita Y. / GULER, Lale – *Economic Determinants of the Voluntary Adoption of Clawback Provisions in Executive Compensation Contracts*, (setembro, 2011). Disponível em: http://raw.rutgers.edu/docs/seminars/Fall11/Clawbacks_9-27-11%5B1%5D.pdf.

BROWN, Anna Bergman / DAVIS-FRIDAY, Paquita Y. / GULER, Lale / MARQUARDT, Carol – *M&A Decisions and U.S. Firms' Voluntary Adoption of Clawback Provisions in Executive Compensation Contracts*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 42, Issue 1-2, (2014), pp. 237-271. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1866495>.

BROWN, David R. / LIFSHITS, Julia – *Keeping Up With Clawback Provisions – An Analysis of Recent Developments*, Ungaretti & Harris LLP, (dezembro, 2011). Disponível em: https://www.nixonpeabody.com/-/media/Files/Alerts/Keeping%20Up%20with%20Clawback%20Provisions_Corporate%20Update_December%202011.ashx.

BURGESS, M. John / DOWNING, Jake R. / DUNN, Michael T. / NEILSSON, Jennifer / ROURKE, Kelly R. – *Dodd-Frank and Executive Compensation — Where Are We Now?*, Seyfarth Shaw LLP, (agosto, 2015). Disponível em: <https://www.seyfarth.com/publications/MA082815-CORP>.

CÂMARA, Paulo – *Política de remuneração na banca: o bom, o mau e o vilão*, (fevereiro, 2012). Disponível em: https://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/poliacutetica_de_remuneraccedilatildeo_n_a_banca_o_bom_o_mau_e_o_vilatildeo.

CÂMARA, Paulo, [et.al] – *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Coleção Governance Lab, Almedina, (2016), pp.13-62.

CARPINTEIRO, Sara – *Os Mecanismos de Redução ou Devolução de Remunerações Indevidamente Recebidas em Instituições de Crédito e os Incentivos ligados à Remuneração*, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, (março, 2015). Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/21360/1/Sara%20Carpinteiro%20Tese%20Mestrado%20Direito%20e%20Gest%C3%A3o%20'15.pdf>.

CHAN, Lilian H. / CHEN, Kevin C.W. / CHEN, Tai-Yuan – *The Effects of Firm-Initiated Clawback Provisions on Bank Loan Contracting*, Journal of Financial Economics (JFE), (junho, 2013). Disponível em:

http://www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2012/proceedings/files/A43_NTUICF%202012%20December.pdf.

CHAN, Lilian H. / CHEN, Kevin C.W. / CHEN, Tai-Yuan / YU, Yangxin – *Substitution between Real and Accruals-Based Earnings Management after Voluntary Adoption of Compensation Clawback Provisions*, Accounting Review, (maio, 2014). Disponível em SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=2449102>.

CHAN, Lilian H. / CHEN, Kevin C.W. / CHEN, Tai-Yuan / YU, Yangxin – *The Effects of Firm-Initiated Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior*, Journal of Accounting and Economics, (janeiro, 2012). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1965921>.

CHEN, Mark A. / GREENE, Daniel / OWERS, James Edwin – *The Costs and Benefits of Clawback Provisions in CEO Compensation*, Review of Corporate Finance Studies, (novembro, 2014). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1980406>.

CHEN, Ying-Ju / DENG, Mingcherng – *Self-Enforcing Clawback Provisions in Executive Compensation*, UC Berkeley, Coleman Fung Risk Management Research Center Working Papers 2006-2013, (dezembro, 2012). Disponível em: <https://www.semanticscholar.org/paper/Self-Enforcing-Clawback-Provisions-in-Executive-%E2%88%97-Chen-Deng/2d4d3acd3cf2367447bc2b28e7e16b53f62a788d>.

CHERRY, Miriam A. / WONG, Jarrod – *Clawbacks: Prospective Contract Measures in an Era of Excessive Executive Compensation and Ponzi Schemes*, Minnesota Law Review, Vol. 94, Pacific McGeorge School of Law Research Paper No. 10-01, (agosto, 2009). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1460104>.

CHERRY, Miriam A. / WONG, Jarrod – *Reply: Clawback to the Future*, Minnesota Law Review Headnotes, Vol. 95, (dezembro, 2010), p. 19. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1727751>.

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS – *Código de Governo das Sociedades da CMVM*, (2013) Disponível em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/4.%20Novo%20C%C3%B3d.%20Gov.%20Soc.%20CMVM.pdf>.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS – *Guidelines on Remuneration Policies and Practices*, (dezembro, 2010). Disponível em: <https://eba.europa.eu/documents/10180/106961/Guidelines.pdf>.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS – *High-level principles for Remuneration Policies*, (abril de 2009). Disponível em: <https://eba.europa.eu/documents/10180/16094/High-level+principles+for+remuneration+policies.pdf>.

CORDEIRO, António Menezes – *Direito das Sociedades*, vol.I Parte Geral, 3ª edição, Almedina, (2011).

CULLEN, Jay / JOHNSEN, Gudrun – *Promoting Bank Stability Through Compensation Reform: Lessons from Iceland*, Icelandic Review of Politics & Administration, Vol. 11, Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law Working Paper No. 03/2015, (março, 2015), pp. 333-354. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2581733>.

CUNHA, Paulo Olavo – *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição, Coimbra, Almedina, (maio, 2006).

DAVIS-FRIDAY, Paquita Y. / FRIED, Abraham N. / JENKINS, Nicole Thorne – *The Value of Clawbacks Provisions*, (junho, 2011). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1866527>.

DEHAAN, Ed / HODGE, Frank Douglas / SHEVLIN, Terry J. – *Does Voluntary Adoption of a Clawback Provision Improve Financial Reporting Quality?*, Contemporary Accounting Research, (abril, 2012). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2049442>.

DENIS, Diane K. – *Mandatory Clawback Provisions, Information Disclosure, and the Regulation of Securities Markets*, Journal of Accounting & Economics (JAE), (junho, 2012). Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2012/11/Denis_Clawbacks_2012.pdf.

DOMESTIC FINANCE – *TARP Standards for Compensation and Corporate Governance, Interim final rule*, Department of the Treasury, (2009). Disponível em: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/ec%20ifr%20fr%20web%206.9.09tg164.pdf>.

EBA – *Orientações relativas a políticas de remuneração sãs, nos termos dos artigos 74.º, n.º 3, e 75.º, n.º 2, da Diretiva 2013/36/UE, e à divulgação de informações, nos termos do artigo 450.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013*, (junho, 2016). Disponível em: https://eba.europa.eu/documents/10180/1504751/EBA-GL-2015-22+GLs+on+Sound+Remuneration+Policies_PT.pdf/a9d684c4-3b51-443c-bdd5-e6402dca610c.

EBA BANKING STAKEHOLDER GROUP – *EBA Consultation CP/2015/03 on draft guidelines on sound remuneration policies under article 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/UE and disclosures under article 450 of regulation (UE) nº 575/2013, General Comments and Replies to Questions*, (junho, 2015). Disponível em:

<https://eba.europa.eu/documents/10180/1002374/BSG+response+to+Consultation+Paper+%28EBA-CP-2015-03%29-+4+June+2015.pdf>.

EMPLOYMENT LAWYERS ASSOCIATION (ELA) – *Bank of England, Prudential Regulation Authority consultation on Clawback: CP6/14, Response from the Employment Lawyers Association*, (maio, 2014) Disponível em:

<https://www.elaweb.org.uk/sites/default/files/docs/ELA%20Response%20BoE%20Consultation%20Clawback%2013May2014.pdf>.

ERKENS, Michael / GANB, Ying / YURTOGLUC, B. Burcin – *Economic Consequences of Deterrent Clawback Provisions*, (dezembro, 2014a). Disponível em:

https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0448_fullpaper.pdf.

ERKENS, Michael H.R. / GAN, Ying / YURTOGLU, B. Burcin – *Not All Clawbacks Are the Same: Consequences of Strong vs. Weak Clawback Provisions*, *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, (junho 2018). Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410118300375>.

ERKENS, Michael H.R. / GANB, Ying / YURTOGLUC, B. Burcin – *Firm-Level Heterogeneity of Clawback Provisions*, (maio, 2014b). Disponível em: https://af.polyu.edu.hk/media/7209/session7-cc077-erkens_gan_yurtoglu_2014_firm-level-heterogeneity-of-clawback-provisions.pdf.

EY – *Financial restatements: understanding differences and significance*, (maio, 2015). Disponível em:

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-financial-restatements-understanding-differences-and-significance/\\$FILE/EY-financial-restatements-understanding-differences-and-significance-cover.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-financial-restatements-understanding-differences-and-significance/$FILE/EY-financial-restatements-understanding-differences-and-significance-cover.pdf).

FERNANDES, Catarina Alexandra Alves – *Governo das sociedades, custos de agência e crise financeira: que relação?*, *Navus - Revista de Gestão e Tecnologia*. Florianópolis, SC, v. 4, n. 1, p. 06-21, jan./jun. 2014 Disponível em:

<https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/10146/1/132-783-1-PB-4.pdf>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *2011 Thematic Review on Compensation*, Peer Review Report, (outubro, 2011). Disponível em: https://www.fsb.org/2011/10/r_111011a/.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Sixth progress report, (junho, 2019). Disponível em: <https://www.fsb.org/2019/06/implementing-the-fsb-principles-for-sound-compensation-practices-and-their-implementation-standards-sixth-progress-report/>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Fifth progress report, (julho, 2017a). Disponível em: <https://www.fsb.org/2017/07/implementing-the-fsb-principles-for-sound-compensation-practices-and-their-implementation-standards-fifth-progress-report/>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Fourth progress report, (novembro, 2015). Disponível em: <https://www.fsb.org/2015/11/implementing-the-fsb-principles-for-sound-compensation-practices-and-their-implementation-standards/>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Third progress report, (novembro, 2014). Disponível em: <https://www.fsb.org/2014/11/fsb-publishes-third-progress-report-on-compensation-practices/>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Second progress report, (agosto, 2013). Disponível em: https://www.fsb.org/2013/08/r_130826/.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards*, Progress report, (junho, 2012). Disponível em: https://www.fsb.org/2012/06/r_120613/.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards*, (setembro, 2009). Disponível em: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Recommendations for national supervisors: Reporting on the use of compensation tools to address potential misconduct risk*, (novembro, 2018a). Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P231118-1.pdf>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Reducing misconduct risks in the financial sector, Progress report to G20 Leaders*, (julho, 2017b). Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Misconduct-progress-report-July-2017.pdf>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practice, Overview of responses to the consultation*, (março, 2018b). Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P090318-2.pdf>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices, Consultative Document*, (junho, 2017c). Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R200617.pdf>.

FINANCIAL STABILITY BOARD – *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices, The use of compensation tools to address misconduct risk*, (março, 2018c). Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P090318-1.pdf>.

FINANCIAL STABILITY FORUM – *Principles for Sound Compensation Practices*, (abril, 2009). Disponível em: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER – *Clawback: A Global Guide*, (dezembro, 2017). Disponível em: <https://communications.freshfields.com/files/uploads/documents/marcus%20s/Clawback.pdf>.

FRIED, Jesse M. – *Rationalizing the Dodd-Frank Clawback*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 314/2016, (setembro, 2016). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2764409>.

FRIED, Jesse M. / SHILON, Nitzan – *Excess Pay and the Dodd-Frank Clawback*, Director Notes, No. DN-V3N20, (outubro, 2011a), pp. 1-8. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1953317>.

FRIED, Jesse M. / SHILON, Nitzan – *Excess-Pay Clawbacks*, Journal of Corporation Law, Vol. 36, (março, 2011b), pp. 722-751. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1798185>.

GAO, X. / ISKANDAR-DATTA, M. / JIA, Y. – *Piercing the corporate veil: The case for clawback Provisions*, Working paper, Wayne State University, (2011). Disponível em: https://pdfs.semanticscholar.org/52e9/c8911cddf5e462bb8dce08a9ba790c968e1d.pdf?_ga=2.237177472.1245073556.1564074857-1713295042.1562630509.

GETMANENKO, Stas – *Executive Compensation: The Law and Incentives*, Wake Forest Intellectual Property Law Journal, Vol. 11, No. 1, (agosto, 2010). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1662942>.

GOLDMAN SACHS GROUP, INC. – *Clawback Policy*, (janeiro, 2015). Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/886982/000119312515056785/d840464dex1053.htm>.

GOODMAN, Amy L. – *"Clawbacks" of executive compensation*, Gibson, Dunn & Crutcher LLP, (julho, 2008). Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2008/07/070908-clawbacksonexecutivecompensation.pdf>.

GROENEWEGEN, Mariëlle – *The impact of clawback provisions on earnings management*, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, (junho, 2015). Disponível em: <http://www.scriptsionline.uba.uva.nl/document/634486>.

GRUPO BANCO ESPÍRITO SANTO – *Relatório e Contas*, (2013). Disponível em: http://www.bes.pt/RelatorioeContas/2013_Relatorio_Consolidado.pdf.

GUERREIRO, Tiago – *A Efetividade das Cláusulas de Redução e Reversão de Remunerações em Instituições de Crédito*, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, (novembro, 2016). Disponível em: https://www.plmj.com/xms/files/v1_antigos anteriores a abr2019/Artigos e Publicacoes/2017/Governance Lab Tiago Guerreiro.pdf.

HILL, Jennifer G. – *New Trends in the Regulation of Executive Remuneration*, European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 142/2010, (março, 2010). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1549429>.

HODGE, Frank Douglas / WINN, Amanda – *Do Compensation Clawback and Holdback Provisions Change Executive Reporting Choices?*, (julho, 2012). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2104205>.

HRIBAR, Paul / JENKINS, Nicole Thorne – *The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital*, *Review of Accounting Studies*, nº9, (2004), pp.337–356. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/9a5c/0c81714d7a1320dd22006a261f87f49270fb.pdf>.

HUANG, Ying / JACOBY, Gady / ZENG, Hong Chao / ZHANG, Ying – *The Impact of Clawback Provision on Cash Valuation*, (janeiro, 2016). Disponível em: http://www.fmaconferences.org/Vegas/Papers/The_impact_of_clawback_provision_on_cash_valuation.pdf.

INSTITUTO PORTUGUÊS DE CORPORATE GOVERNANCE – *Código de Governo das Sociedades*, (2018).

Disponível em:

https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf.

ISKANDAR-DATTA, Mai – *Checks and Balances on Executive Compensation*, Open Journal of Business and Management, (janeiro, 2014). Disponível em:

https://file.scirp.org/pdf/OJBM_2014011615475073.pdf.

JENSEN, M. /MECKLING, W. – *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, (1976), pp. 305-360. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

JR., Ben W. Heineman – *Broader Clawback Policies, More Corporate Accountability*, Corporate Counsel, (abril, 2014). Disponível em:

http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/articles/Heineman-CorpCounsel-04-21-14.pdf.

KUBICK, Thomas R. / OMER, Thomas C. / WIEBE, Zac – *The Effect of Voluntary Clawback Adoptions on Corporate Tax Policy*, The Accounting Review, (novembro, 2018). Disponível em SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=2851035>.

LEITÃO, Luís Menezes – *Direito do Trabalho*, 4ª edição, Almedina, 2014.

LEVINE, Carolyn B. / SMITH, Michael J. – *The Relative Efficiency of Clawback Provisions in Compensation Contracts*, Finance and Corporate Governance Conference 2011 Paper, (novembro, 2010).

Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1531203>.

LIN, Yu-Chun – *Why do Clawback Provisions Affect Financial Reporting Quality? - An Analysis of Trigger Effects*, World Academy of Science, Engineering and Technology International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering Vol:7, No. 6, (2013), pp.1430-1433. Disponível em: <https://waset.org/publications/5882/why-do-clawback-provisions-affect-financial-reporting-quality-an-analysis-of-trigger-effects>.

LIU, Hanni / LIU, Harrison / RAMAN, K. K. – *The Impact of Clawback Adoption on Executive Cash Compensation Structure*, Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference, (janeiro, 2019). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3315571>.

LLOYDS BANKING GROUP PLC – *Summary Remuneration Announcement*, (fevereiro, 2019).

Disponível em:

https://www.lloydsbankinggroup.com/globalassets/documents/investors/2019/2019feb20_lbg_summary_remuneration_announcement.pdf.

MAAG, Connor Douglas – *"Flaw-Backs:" Executive Compensation Clawbacks and Their Costly Flaw*, 11J. Bus. Entrepreneurship & L.353, (abril, 2018) Disponível: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jbel/vol11/iss2/6>.

MARTINEZ, Pedro Romano – *Direito do Trabalho*, 7ª edição, Almedina, 2015.

MICROSOFT CORPORATION – *Executive Compensation Recovery Policy*, (julho, 2017). Disponível em: <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://c.s-microsoft.com/en-us/CMSFiles/Executive%20Compensation%20Recovery%20Policy.docx?version=0685b846-89dd-eef2-bc22-dca3407e96ca>.

MURPHY, Kevin J. / JENSEN, Michael C. – *CEO Bonus Plans: And How to Fix Them*, Harvard Business School NOM Unit Working Paper 12-022, Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-11, (novembro, 2011). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1935654>.

NAMAR, Bob – *Has the "Malus Clause" replaced the Clawback?*, eFinancialCareers, (setembro, 2012). Disponível em: <https://news.efinancialcareers.com/us-en/115425/has-the-malus-clause-replaced-the-clawback>.

NORTON ROSE FULBRIGHT LLP – *The PRA Remuneration Code's revised clawback obligations*, (setembro 2014). Disponível em: <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/7caa4c17/the-pra-remuneration-codes-revised-clawback-obligations>.

NOVO BANCO, S.A. – *Política de Remuneração para Colaboradores do Novo Banco*, (abril, 2019). Disponível em: <https://www.novobanco.pt/SITE/cms.aspx?plg=15d331a6-23f6-41c7-94fe-99e01416628b>.

NOVO BANCO, S.A. – *Política de Remuneração para os Órgãos de Administração e de Supervisão*, (abril, 2019). Disponível em: <https://www.novobanco.pt/site/cms.aspx?plg=a9eb77da-c256-4cc3-a6da-32a9fa4cadd1>.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de – *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, (agosto, 2018).

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO – *Board Practices: Incentives and Governing Risks, Corporate Governance*, OECD Publishing, (2011). Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/49081438.pdf>.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO – *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, (2015). Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO – *Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, (2004). Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.

PARLIAMENTARY COMMISSION ON BANKING STANDARDS – *Changing banking for good*, Volume I: Summary, and Conclusions and recommendations, (2013-2014a). Disponível em: <https://www.parliament.uk/documents/banking-commission/Banking-final-report-volume-i.pdf>

PARLIAMENTARY COMMISSION ON BANKING STANDARDS – *Changing banking for good*, Volume II: Chapters 1 to 11 and Annexes, together with formal minutes, (2013-2014b). Disponível em: <https://www.parliament.uk/documents/banking-commission/Banking-final-report-vol-ii.pdf>

PINA, Carlos Costa – *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005.

PRESCOTT, Gregory L. / VANN, Carol E. – *Implications of Clawback Adoption in Executive Compensation Contracts: A Survey of Recent Research*, The Journal of Corporate Accounting & Finance, (janeiro, 2018). Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/jcaf.22312>.

PRICE, Nick – *What Constitutes Board Director Misconduct?*, Board Effect, (julho, 2017). Disponível em: <https://www.boardeffect.com/blog/constitutes-board-director-misconduct/>.

PWC – *Executive Compensation Clawbacks: 2014 Proxy Disclosure Study*, (janeiro, 2015). Disponível em: <https://www.niri.org/NIRI/media/NIRI/Documents/pwc-executive-compensation-clawbacks-2014.pdf>.

REMESAL, Alvaro – *Clawback Enforcement, Executive Pay, and Accounting Manipulation*, (maio, 2019). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3247012>.

REMESAL, Alvaro – *Clawback provisions, executive pay, and accounting manipulation*, (outubro, 2017). Disponível em: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=SAEe2017&paper_id=524.

ROCHAT, Florian / KOCH, Dunja – *Clawback on Bonuses, Awards and Compensation*, The Lawyer, (abril, 2014). Disponível em: https://www.froriep.com/upload/prj/publication/Clawback_on_bonusespdf.pdf.

SANTANDER TOTTA, S.A. – *Declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização do Banco Santander Totta, S.A.*, (2019). Disponível em: https://www.santandertotta.pt/pt_PT/pdf/Politica_de_Remuneracao.pdf.

SCHOLZ, Susan – *Financial Restatement, Trends in the United States: 2003-2012*, Center for Audit Quality, (julho, 2014). Disponível em: <https://www.thecaq.org/financial-restatement-trends-united-states-2003-2012/>.

SCHWARTZ, Rachael E. – *The Clawback Provision of Sarbanes-Oxley: An Underutilized Incentive to Keep the Corporate House Clean*, The Business Lawyer, vol. 64, no. 1, (2008), pp. 1–35. Disponível em: www.jstor.org/stable/40688566.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – *Proposed Rule: Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation*, (julho, 2015). Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9861.pdf>.

SEWARD, Karen / SKINNER, Louise / CUMMINGS, David / GEMSON, Felicity – *Clawback and remuneration changes: Planning ahead*, Allen & Overy LLP, (2014). Disponível em: <http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/fca-pra/Documents/clawback.PDF>.

SHARFMAN, Bernard S. / TOLL, Steven J. / SZYDLOWSKI, Alan – *Wall Street's Corporate Governance Crisis*, Corporate Governance Advisor, Vol. 17, No. 1. pp. 5-8, (março, 2009). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1299879>.

TARULLO, Daniel K – *Good compliance, not mere compliance*, Speech at the Federal Reserve Bank of New York Conference “Reforming Culture and Behavior in the Financial Services Industry”, Nova Iorque, (outubro, 2014). Disponível em: <https://www.bis.org/review/r141021b.pdf>.

TELES, João Pedro dos Santos Machado Teles – *Devolução de Remunerações indevidamente recebidas (“Clawbacks”) em Instituições de Crédito*, Governance Lab, Working Paper No.06/2014, (novembro, 2014). Disponível em:

<https://governancelab.org/?s=devolu%C3%A7%C3%A3o+de+remunera%C3%A7%C3%B5es+indevidamente+recebidas>.

VANDENBERG, Neal Andrew – *Three Studies on Executive Compensation Clawback Provisions*, Business Administration/Accounting, Temple University Libraries, (2018). Disponível em: <https://digital.library.temple.edu/digital/collection/p245801coll10/id/496356/>.

VASCONCELOS, L. Miguel Pestana de – *Direito Bancário*, Coimbra, Almedina, reimpressão, 2018.

WOODS, Sam – *Good cop/bad cop*, Prudential Regulation Authority, Londres, (outubro, 2018). Disponível em: <https://www.bis.org/review/r181030d.pdf>.

LEGISLAÇÃO CONSULTADA

EUA:

US Congress, 2002. The Sarbanes-Oxley Act of 2002, Public Law 107-204 [H.R. 3763]. Washington D.C. Government Printing Office. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>.

US Congress, 2008. Emergency economic stabilization act of 2008, Public Law 110-343. [H.R.1424]. Washington D.C. Government Printing Office. Disponível em: <https://www.congress.gov/110/plaws/publ343/PLAW-110publ343.pdf>.

US Congress, 2009. American recovery and reinvestment act of 2009, Public Law 111-5. [H.R.1]. Washington D.C. Government Printing Office. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ5/pdf/PLAW-111publ5.pdf>.

US Congress, 2010. The Dodd-Frank Wall street reform and consumer protection act, Public Law 111-203 [H.R. 4173]. Washington D.C. Government Printing Office. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

US Congress, 1934. Securities Exchange Act of 1934. Disponível em: <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934.pdf>.

UE:

DIRETIVA 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010, que altera as Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE no que diz respeito aos requisitos de fundos próprios para a carteira de negociação e para retitularizações, bem como à análise das políticas de remuneração pelas autoridades de supervisão. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:329:0003:0035:PT:PDF>.

DIRETIVA 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>.

RECOMENDAÇÃO da Comissão de 30 de abril de 2009, relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0022:0027:PT:PDF>.

Portugal:

REGIME GERAL das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras - Decreto-Lei n.º 298/92 - Diário da República n.º 301/1992, 6º Suplemento, Série I-A de 1992-12-31- Regime Geral (última alteração efetuada pela Lei n.º 23/2019, de 13/03). Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=948&tabela=leis.

CÓDIGO das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei n.º 262/86 - Diário da República n.º 201/1986, Série I de 1986-09-02 (última alteração efetuada pela Lei n.º 49/2018, de 14/08). Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis.

CÓDIGO do Trabalho - Lei n.º 7/2009 - Diário da República n.º 30/2009, Série I de 2009-02-12 (última alteração efetuada pela Lei n.º 14/2018, de 19/03). Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1047&tabela=leis.

AVISO do Banco de Portugal n.º 10/2011. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/aviso/102011>.

CÓDIGO CIVIL – Decreto Lei n.º 47344/66, de 25 de novembro - Diário do Governo n.º 274/1966, Série I de 1966-11-25 (última alteração efetuada pela Lei n.º 13/2019, de 12/02).

Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=775&tabela=leis.