

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
Faculdade de Direito - Escola de Lisboa

Mestrado em Direito Empresarial



**As métricas de desempenho ESG e a remuneração
variável dos administradores executivos de
sociedades cotadas**

Daniel Macedo Ferreira

Dissertação sob orientação do Dr. Paulo Câmara

Lisboa, 31 de Julho de 2023

Agradecimentos

No mundo académico,

Um primeiro agradecimento à Universidade Católica Portuguesa, pela formação.

Uma palavra de admiração e gratidão ao Dr. Paulo Câmara, meu professor e orientador da minha dissertação.

Na esfera pessoal,

À Francisca, Manuel Luís e António José, pelo exemplo.

À minha Mãe, pela sua coragem.

Ao meu Pai, pela sua invencibilidade.

Índice geral

Agradecimentos	2
Índice geral	3
Abreviaturas, Siglas e Acrónimos	4
Resumo	5
Abstract	6
Introdução	7
Capítulo I A remuneração variável dos administradores executivos	9
1. Considerações iniciais: governação societária	9
2. A remuneração variável dos administradores	14
Capítulo II ESG e a remuneração dos administradores	19
1. ESG e governação societária	19
2. ESG: a nova métrica de desempenho	27
3. Benefícios e riscos da integração	31
Capítulo III A integração de métricas ESG na remuneração variável para uma governação societária sustentável	39
Conclusões	44
Bibliografia	46

Abreviaturas, Siglas e Acrónimos

- CSC: Código das Sociedades Comerciais;
- CSR: Corporate social responsibility
- DUE: Direito da União Europeia;
- EUA: Estados Unidos da América;
- ESG: Ambiental, Social & Governação;
- KPI: Key Performance Indicator;
- NU: Nações Unidas;
- Nr: nota de rodapé;
- TC: Tribunal Constitucional;
- UE: União Europeia;

Resumo

Esta tese explora a integração dos fatores ESG na governação societária, centrando-se na remuneração variável dos administradores. É composta por três capítulos: análise da remuneração variável como um instrumento crucial de governação que alinha interesses, exame da origem e integração de fatores ESG na remuneração dos administradores e defesa do seu desenvolvimento positivo e natural. A integração de métricas ESG incentiva o valor a longo prazo e a sustentabilidade. Em suma, a integração de ESG não causa inerentemente problemas de agência, aliás, até poderá mitigar problemas de agência.

Palavras-chave: ESG, governação societária, remuneração dos administradores, métricas de desempenho ESG, sustentabilidade.

Abstract

This thesis explores the integration of ESG criteria into corporate governance, focussing on directors' variable remuneration. It consists of three chapters: analysing variable pay as a crucial governance tool that aligns interests, examining the origin and integration of ESG factors in directors' remuneration, and advocating for its positive and natural development. Integrating ESG metrics incentivises long-term value and sustainability. In short, ESG integration does not inherently cause agency problems, indeed it may even mitigate agency problems.

Keywords: ESG, corporate governance, directors' remuneration, ESG performance metrics, sustainability.

Introdução

Um fator notável subjacente à importância do tema desta investigação reside no aparecimento relativamente recente da integração de fatores ESG nos sistemas de governação societária. Embora as origens do conceito de ESG remontem ao Pacto Global, desenvolvido e consolidado entre 1999 e 2004, as suas implicações práticas na governação das sociedades continuam a ser um território relativamente desconhecido e representa uma oportunidade para contribuições significativas para o discurso académico.

Ora, à medida que as sociedades¹ procuram enfrentar os desafios prementes colocados pelos fatores ESG, surgiu uma mudança de paradigma nas práticas de governação, designadamente quanto à estruturação da remuneração variável dos administradores², por força da integração de métricas de desempenho ESG, em rutura com o panorama tradicional de métricas puramente financeiras, o que, por sua vez, representa um fenómeno atraente e oportuno, que suscita uma análise mais aprofundada das suas implicações na governação responsável e na criação de valor a longo prazo.

Esta integração de métricas ESG na remuneração dos administradores representa uma nova perspetiva de alinhamento dos interesses dos administradores com preocupações dos *stakeholders* em geral, relacionadas com a sustentabilidade ambiental, a responsabilidade social e as boas práticas de governação. Esta maior abrangência da avaliação do desempenho e da responsabilidade constitui um terreno fértil para explorar o impacto multifacetado no sistema de governação societário.

Apesar do amplo domínio, esta análise desemboca numa questão: a integração de fatores ESG na estrutura remuneratória impacta positiva ou negativamente no sistema de governação societária?

Navegando pelas complexidades deste tema, este estudo confronta perspetivas opostas oferecidas por autores eminentes. Enquanto as vozes discordantes advertem contra a integração das métricas ESG na remuneração dos administradores, os defensores defendem esta prática como um meio transformador de promover uma governação societária sustentável e responsável.

¹ A referência utilizada ao longo de toda a análise designa as sociedades comerciais cotadas.

² A referência utilizada ao longo de toda a análise designa os administradores executivos.

Para explorar esta questão, a análise adota uma abordagem multifacetada, baseando-se numa análise crítica do sistema de governação das sociedades, dos problemas de agência, da composição da remuneração variável e da integração dos fatores ESG pelas sociedades. Ao abordar estes componentes interligados, pretende-se descortinar as nuances e complexidades da integração dos fatores ESG na remuneração dos administradores e contribuir para a análise da evolução do panorama da governação societária.

À medida que os capítulos seguintes se debruçam sobre cada uma das facetas, recorrendo a um conjunto diversificado de metodologias, estudos de caso e provas empíricas, esta tese procura promover uma apreciação mais profunda do significado da integração dos ESG na governação societária contemporânea. Em última análise, procura desencadear um diálogo mais alargado sobre o potencial transformador desta integração, servindo de catalisador para a promoção de práticas societárias sustentáveis, responsáveis e orientadas para o futuro num mundo em constante mudança.

CAPÍTULO I

A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS ADMINISTRADORES EXECUTIVOS

1. Considerações iniciais: governação societária

Parece ser inevitável abordar o tema proposto sem considerar a governação societária. Na sua génese, a governação societária é um sistema de controlo e monitorização que pretende evitar custos decorrentes da separação entre propriedade e gestão de determinada sociedade. Estes custos são designados custos de agência, resultantes de uma gestão desalinhada com e às custas dos interesses da sociedade, de acionistas ou outras partes relacionadas com a sociedade — problema de agência³.

Convém lembrar que o uso da palavra propriedade, embora comum, não é preciso. De acordo com o TC⁴, a titularidade de ações não tem a natureza de propriedade real, mas de propriedade corporativa. Assim, embora se assemelhe à propriedade real em relação a terceiros, no plano interno a conformação daquela “propriedade” está delimitada pelas regras legais e estatutárias da sociedade — propriedade corporativa. Destarte, a qualidade de acionista, *per se*, não lhe permite dispor da sociedade – *maxime* pelo princípio da maioria – como um proprietário de um carro coloca à sua disposição a sua viatura. O que significa que a separação entre a titularidade e a gestão da sociedade decorre da lei.⁵ Caso o acionista não a pretenda, em última instância, deve procurar ser designado para o órgão de gestão.

O problema reside na gestão desalinhada com o fim prosseguido pela sociedade⁶. Mas isso não encontra causa, necessariamente, naquela separação, mas na assimetria informativa entre administradores e acionistas⁷ e na insuficiência de meios e capacidade

³ BERLE, Adolph, MEANS, Gardner, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace, and World.

⁴ Ac. 491/2002 de 26 de novembro, Processo 310/99 do TC.

⁵ A questão fica clara ao considerar as regras de competências nas sociedades anónimas. Cf. n.º 3 do art. 373.º, 406.º e 431.º do CSC.

⁶ CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 4.ª Edição, p. 601.

⁷ Com especial ênfase na assimetria informativa v.g. RIBEIRO, Fátima, (2013) *Os modelos de Remuneração dos membros dos órgãos de administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remunerações*, in *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal- Volume Comemorativo do X Aniversário do Instituto Português do Corporate Governance*, Coimbra: Almedina.

de controlo da gestão⁸. Acresce a esta separação os administradores serem, por natureza, atores societários altamente informados sobre a sociedade para a qual foram recrutados. Mas esse aspeto também decorre da lei, a qual exige aos administradores um trabalho contínuo⁹, assente em decisões sempre bem informadas¹⁰. Já os acionistas são convocados legalmente a participar na vida da sociedade apenas uma vez por exercício¹¹, aquando da assembleia geral anual.

A questão não reside no elevado grau de informação dos administradores — quão mais bem informados, melhor — mas sim na instrumentalização dessa informação a benefício de interesses alheios à sociedade, aliada à desinformação acionista e à carência de instrumentos e capacidade para monitorizar a gestão. Os aspetos a contrariar parecem ser precisamente estes três: incentivar uma gestão alinhada com os interesses da sociedade, mitigar a assimetria informativa e aumentar o controlo da gestão.

A veemência destes fatores não tem sempre o mesmo grau. Basta cogitar a hipótese em que os acionistas são também administradores, o que elude a assimetria informativa ou o descontrolo da gestão. Assim, o problema de agência não é uma realidade transversal a todas as sociedades, nem existe sempre com a mesma severidade.

O risco da verificação de problemas de agência aumenta numa sociedade cotada, à conta, fundamentalmente, de dois motivos.

Primeiro, a severa dispersão do capital social determina uma baixa representatividade de cada ação. Ora, num lado desta medalha decorre o baixo incentivo dos acionistas no sentido de monitorizar a gestão da sociedade, bem como a fraca posição que têm no que aos instrumentos de controlo diz respeito. No outro lado da medalha, acontece precisamente o inverso com uma franja especial de acionistas — os *blockholders*. Em função da elevada pulverização do capital social, para adquirir o controlo não é necessário reunir a titularidade da maioria das ações¹². Neste quadro, o desalinhamento entre a gestão

⁸ Com realce na dificuldade de monitorização da gestão veja-se, v.g. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2018, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, p. 19.

⁹ V.g. cf. n.º 2 e 4 do art. 410.º

¹⁰ Para essa conclusão, basta considerar certos institutos jurídicos, como a al. a) do n.º 1 do art. 64.º ou o n.º 2 do art. 72.º do CSC.

¹¹ Cf. art. 376.º do CSC.

¹² CÂMARA, Paulo (2018), p. 601.

e os interesses da sociedade decorrem precisamente pela elevada proximidade e influência dos *blockholders* sobre a gestão, a fim da satisfação de interesses próprios¹³.

Segundo, as ações destas sociedades são negociadas em mercado regulamentado. Daqui há três decorrências relevantes, pois, por um lado, eleva a volatilidade da composição acionista – quem é acionista hoje facilmente não será amanhã e vice-versa¹⁴. Por outro lado, determina a elevada alienabilidade das ações, o que permite aos acionistas venderem a participação social, ao invés de controlar uma gestão deficiente¹⁵. Por fim e por consequência, surgem com maior frequência alterações de posições de controlo.

Esta conjuntura confere uma considerável autonomia à gestão que, frequentemente, encontra-se livre da monitorização comprometida acionista, o que exponencia o risco de uma gestão norteada por interesses alheios à sociedade.

A queda da Enron Corp. ilustra bem este problema. Como aponta o *Committee on Governmental Affairs United States Senate*¹⁶, houve falhas graves nos canais de informação¹⁷ e deficiências dos meios de controlo, incapazes de evitar problemas de agência. No caso, parte do custo de agência foram os montantes remuneratórios auferidos pelos administradores, muito embora baseados num desempenho da sociedade manipulado¹⁸.

Ora, esta assimetria informativa e os meios incipientes de controlo da gestão são o centro nevrálgico da governação societária, enquanto *sistema de normas jurídicas, de práticas e de comportamentos relacionados com a estrutura de poderes decisórios – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das*

¹³ Cf. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2018), p. 19, FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, 2005, *Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform*, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=715862, p. 4.

¹⁴ CÂMARA, Paulo (2018), p. 602.

¹⁵ A chamar a atenção para o “*afastamento dos sócios relativamente à gestão*” veja-se, v.g. RIBEIRO, Fátima, 2015, *Remuneração dos Administradores e Boa Governação das Sociedades: “O Acórdão do STJ de 27 de Março de 2014- 2.2.4. Os meios de reação a remunerações excessivas”*, AB Instantia Revista do Instituto do Conhecimento AB, N°5, Ano III (2015), 13-44.

¹⁶ Committee on governmental affairs United States Senate, 2002, *Report Financial oversight of Enron: the sec and private-sector watchdogs*, p. 20.

¹⁷ Entenda-se por canal de informação a capacidade da sociedade em recolher, tratar e partilhar informações relevantes e essenciais para a tomada de decisões responsáveis e sustentáveis.

¹⁸ A gestão danosa permitiu remunerações excepcionalmente altas, cerca de \$350.000,00 por administrador, pagos em dinheiro, ações e opções de compra de ações, mais que o dobro da média das sociedades cotadas americanas em 2000.

*organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre estes, os titulares de capital, os associados ou os fundadores e os outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização (stakeholders)*¹⁹.

Neste sistema a remuneração dos administradores, além de servir o propósito de captar e reter os melhores administradores, tem um desígnio singular, dada a sua instrumentalidade para alinhamento da gestão com os interesses da sociedade²⁰. Tal singularidade é reconhecida em virtude da associação da componente variável da remuneração ao desempenho da sociedade.

Há, porém, quem considere a remuneração com base no desempenho uma fonte de custos de agência, fundamentalmente por três motivos. Primeiro, não são os acionistas que estruturam o plano de incentivos²¹, o que determina o risco de a estruturação da remuneração considerar interesses egoísticos dos administradores. Em segundo lugar, aponta-se alguma opacidade à componente variável remuneratória, o que permite impedir uma completa perceção, avaliação e determinação do montante a atribuir aos administradores. Finalmente, incentivos relacionados com o aumento da riqueza dos acionistas podem agravar o conflito de interesses na gestão da sociedade, pois cria a tentação de manipular os resultados financeiros para auferir maiores remunerações, ou expor a sociedade a riscos exacerbados²².

Apesar da pertinência desta configuração, não concordamos. Preferimos considerar a remuneração variável dos administradores como uma componente integral do quadro de governação societária. Considerar a remuneração variável uma causa de problemas de agência, *per se*, parece-nos impreciso, pois a remuneração variável opera no âmbito de um

¹⁹ CÂMARA, Paulo, 2011, *Vocação e influência universal do corporate governance: Uma visão transversal sobre o tema*, in *O governo das Organizações, A vocação universal do corporate governance*, Paulo Câmara (Coord.), Governance Lab, Almedina, p. 14.

²⁰ CÂMARA, Paulo (2011), p. 31, FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, (2005), JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., 2004, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>.

²¹ Cf. n.º 1 do art. 26.º-B do CVM.

²² FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh (2005), BEBCHUK, Lucian Arye, FRIED, Jesse M., 2003, *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives* — Volume 17, Number 3 — Summer 2003 — Pages 71–92, GORDON, Jeffrey N., 2002, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, *The University of Chicago Law Review*, Summer, 2002, Vol. 69, No. 3, pp. 1233-1250.

sistema mais vasto. A sua eficácia e impacto na relação de agência dependem da eficiência e eficácia de todo o sistema de governação e dos respetivos mecanismos, *v.g.*, a criação de órgãos de monitorização da gestão, o maior envolvimento dos accionistas ou práticas transparentes de divulgação de informação. Destarte, a remuneração variável como uma parte do sistema mais vasto de governo das sociedades e a sua dependência da eficácia de todo o sistema deixa claro que não se trata de panaceia alguma, nem serve esse propósito. Assim considerada, fica evidente o papel da remuneração variável no âmbito do sistema de governação enquanto instrumento de alinhamento dos interesses dos administradores com os da sociedade, mecanismo adiante escrutinado.

2. A remuneração variável dos administradores

Os instrumentos para mitigação de problemas de agência em sede de remuneração encontram-se na componente variável²³, em virtude de uma multiplicidade de mecanismos que permitem refletir na remuneração dos administradores indicadores de desempenho da sociedade, a fim de criar um sistema que premeie, ou não, a gestão, se e na medida do desempenho da sociedade.

Neste domínio, encontramos uma multiplicidade de mecanismos que permite cada sociedade criar o sistema que melhor entender — “*one size does not fit all*”. Apesar disso, há finalidades transversais a todas as estruturas remuneratórias²⁴ e, por isso, podemos identificar os mecanismos que permitem sobrepor os interesses dos administradores com os interesses da sociedade. Há quatro pedras angulares para este efeito: a substituição do pagamento em dinheiro por *equity pay*, a integração de métricas de desempenho, o estabelecimento de um plano de incentivos a longo prazo e mecanismos de diferimento.

A essencialidade do *equity pay*, designadamente o prémio por ações, reside na relação entre o valor da remuneração variável e o valor das ações da respetiva sociedade — se as ações forem adquiridas, um aumento de um euro no preço das ações corresponde a um euro adicional de riqueza para o administrador premiado²⁵. Um passo fundamental para o alinhamento de interesses, se considerarmos o valor das ações um reflexo da perceção do mercado sobre os fluxos de caixa atuais e futuros da sociedade e, por conseguinte, a perceção do desempenho da gestão²⁶. A mitigação dos problemas de agência advém desta sobreposição entre o aumento de riqueza dos acionistas e o aumento de riqueza dos administradores. O mecanismo é relativamente simples no caso de prémio em ações, pois o administrador adquire as ações na data acordada, enriquecendo na medida do valor de mercado das ações nesse momento. O caso das *stock options* é diferente. Por regra, é conferido ao administrador o direito de adquirir, em data acordada — *vesting* —, se quiser, determinado número de ações, por um preço determinado à data da concessão do *stock*

²³ Não se trata de outra componente, contudo, convém lembrar que a remuneração dos administradores designa todas as quantias que receba a esse título, cf. RIBEIRO, Fátima (2015), CÂMARA, Paulo (2011).

²⁴ Supra, p. 12.

²⁵ WALKER, David I., 2015, *The way we pay now: understanding and evaluating performance-based executive pay*, Law & Economics Working Paper No. 15-34, p. 5.

²⁶ MURPHY, K., 1995, *Politics, Economics, and Executive Compensation*, University of Cincinnati Law Review, 63, 713, 722.

option plan — *strike price*. Na data de exercício o *strike price* pode ser encontrado abaixo do valor do mercado — *in the money* —, equivalente ao valor de mercado — *at the money* — e acima do valor de mercado — *out of the money*. Pelo que o valor intrínseco de uma opção dependerá da sua proximidade entre o *strike price* e o valor de mercado das ações no momento do *vesting*. Quando o *strike price* de uma opção é significativamente mais elevado do que o preço atual das ações (*out of the money*), o seu valor é baixo e menos sensível a variações do preço das ações subjacentes. Pelo contrário, quando o *strike price* de uma opção é significativamente inferior ao preço de mercado da ação (*in the money*), o seu valor aproxima-se da diferença entre o preço corrente da ação e o *strike price*. Neste caso, o valor da opção move-se em proporção direta a pequenas alterações no preço da ação subjacente. Por conseguinte, o interesse do administrador consiste em aumentar o valor das ações para adquiri-las por um preço mais baixo do que o valor de mercado. Assim, o seu enriquecimento depende da valorização da ação, que por sua vez determina maior ou menor valor para os acionistas. Estas observações permitem realçar uma diferença entre este mecanismo de *equity pay* e o prémio em ações. Ora, o prémio em ações tem sempre um valor económico e, corrido o tempo acordado e mantendo o exercício de funções, o administrador irá adquirir aquelas ações, sendo premiado no valor correspondente ao valor de mercado dessas ações. Já no caso das *stock options* não é assim, pois pode acontecer não terem valor económico, caso o *strike price* ser muito superior ao valor de mercado, não havendo interesse do administrador na aquisição das ações, não sendo, assim, premiado. Por isso, o incentivo para aumentar o valor das ações acaba por ser maior no segundo instrumento do que no primeiro e, conseqüentemente, a harmonização de interesses dos administradores e acionistas também aumenta²⁷.

Outro desenvolvimento significativo foi a integração de métricas de desempenho na estrutura remuneratória, ao fazer depender o acesso à componente remuneratória variável da prossecução de objetivos pré-definidos — métricas de desempenho. O melhor desempenho dá lugar à atribuição de uma melhor remuneração, um pior desempenho poderá, até, não dar lugar a nenhum prémio remuneratório. Para ser preciso, tipicamente, são definidos três níveis de desempenho: *threshold*, *target* e *maximum*, a fim de nivelar o desempenho em relação a determinada métrica. O primeiro estabelece o limiar abaixo do

²⁷ WALKER, David I. (2015).

qual não há lugar a atribuição da componente variável, já o último é o patamar além do qual deixa de existir aumento do montante do prémio. Entre o primeiro e o último pode estar estabelecido níveis de desempenho que garantem diferentes montantes (*target*). Convém, também, diferenciar métricas absolutas, as quais mensuram o desempenho da sociedade de forma isolada do mercado, das métricas relativas, as quais medem a prossecução de determinado objetivo em comparação com outros elementos do mercado — *maxime* concorrentes²⁸. Facilmente imaginamos a integração destas métricas em componentes da remuneração pagas em dinheiro, mas é na *equity based* que revela a sua potencialidade de mitigação de problemas de agência. O impacto verifica-se sobretudo com a criação de *performanced shares*, instrumento que permite condicionar a aquisição de ações e a quantidade de ações à prossecução de determinados objetivos da sociedade²⁹, quer no caso de prémios em ações, quer no caso de *stock options*. Tal mecanismo fortalece o elo de ligação entre o desempenho e a valorização das ações, pois o melhor desempenho determina, na óptica do administrador, a aquisição de mais ações e mais valiosas, valorização que satisfaz os acionistas. Por outro lado, em comparação com simples prémios em ações, o valor económico deste instrumento não fica garantido, pois só serão adquiridas ações caso determinados níveis de desempenho sejam alcançados. Mas mais do que isso, a integração de métricas relativas responde diretamente ao risco de desconexão entre a atribuição de prémios e o mérito do desempenho, pois os administradores são recompensados ou penalizados em muito menor grau pelas subidas ou descidas globais do mercado, dado que o sucesso ou insucesso da atividade é aferido em relação a determinados objetivos em comparação com outros concorrentes.

Porém, permanecem a descoberto as preocupações relacionadas com a gestão centrada em resultados de curto prazo.

Daí a relevância da determinação, a par do prémio a curto prazo, da remuneração a longo prazo. A diferença está no hiato temporal de exercício de funções considerado para efeito de obtenção da remuneração variável. O primeiro é uma componente dependente do

²⁸ A título de exemplo, veja-se Galp Energias, SGPS, S.A., *Política de remuneração dos membros dos órgãos sociais*, p. 6 (“No que respeita à remuneração variável trianual, (...), foram definidos os seguintes indicadores: (...) Total Shareholder Return (TSR) Galp vs. Peer Group, sendo o Peer Group composto pelas sociedades Total, Repsol, OMV e ENI, bem como pelos índices PSI20TR e SXEGR, referências do mercado nacional e do setor energético europeu, respetivamente, com um peso de 25%.”).

²⁹ WALKER, David I. (2015), FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh (2005), p. 14 a 26.

desempenho no ano de exercício imediatamente anterior à avaliação de desempenho. Funciona como um incentivo a curto prazo destinado a recompensar os administradores pelas suas contribuições e resultados imediatos. O bônus plurianual difere, pois, embora também esteja dependente da avaliação de uma ou várias métricas de desempenho, essa avaliação estende-se além de um único exercício, a fim de refletir uma perspetiva de mais longo prazo. Este aspeto é fundamental para responder às preocupações relacionadas com uma gestão direcionada para a valorização a curto prazo das ações que virão a adquirir — seja pelo prémio em ações, seja pela *stock option*³⁰.

Por último, também a favor de uma gestão a longo prazo, encontramos dois mecanismos de diferimento: a *clawback provision*³¹ e a *holdback clause*³². Tanto uma como a outra operam caso os resultados positivos a curto prazo não reflitam resultados positivos a longo prazo. Diferem, porém, pois a primeira permite a sociedade reaver remuneração já paga a título de remuneração variável, mediante a ocorrência de determinados factos, já a segunda permite a sociedade não pagar determinado montante da remuneração.³³

³⁰ EDMANS, Alex, Fang, Vivian W., Huang, Allen H., 2022, *The long-term consequences of short-term incentives*, Journal of Accounting Research, Vol. 60 No. 3 June 2022, p. 1008.

³¹ V.g. Mota-Engil, SGPS, SA, *Política de Remunerações 2022*, p. 7 (“*De modo a salvaguardar os interesses de longo prazo dos acionistas e stakeholders, a MOTA-ENGIL estabelece uma política de restituição relativamente à qual, na eventualidade de se verificar um restatement das contas da SOCIEDADE, poder haver lugar à devolução das remunerações pagas a título de retribuição variável.*”)

³² EDP Renováveis S.A., *Política de Remunerações 2023-2025 do Conselho de Administração da EDP Renováveis S.A.*, p. 7 (“*A política 2023-2025 inclui um adiamento do pagamento da variável plurianual de três anos bem como a sujeição do seu pagamento ao facto de não terem ocorrido atos ilícitos dolosos conhecidos após a avaliação e que ponham em perigo a sustentabilidade do desempenho da empresa, ou de que a EDPR seja objeto de um pedido de indemnização intentado por acionistas ou terceiros.*”) e p. 9 (“*... (v) o diferimento em três anos do pagamento da variável plurianual, bem como a sujeição do seu pagamento ao facto de não terem ocorrido atos ilícitos dolosos conhecidos após a avaliação e que ponham em perigo a sustentabilidade do desempenho da empresa, ...*”).

³³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2018), p. 206 a 210, HODGE, Frank, WINN, Amanda, 2012, *Do compensation clawback and holdback provisions change executive reporting choices?*, University of Washington, BABENKO, Ilona, BENNETT, Bennett, BIZJAK, John M., COLES, Jeffrey L., SANDVIK, Jason J. 2022, *Clawback Provisions and Firm Risk*, The Review of Corporate Finance Studies, CÂMARA, Paulo, *O Governo dos Bancos*, correspondente à versão escrita da comunicação apresentada no III Congresso de Direito Bancário, p. 487.

Todos estes mecanismos articulam-se entre si e, classicamente, operam na órbita de fatores financeiros. Porém, denota-se uma tendência de integrar indicadores de desempenho relacionados com temas ESG³⁴.

Tal tendência representa uma rutura notável com a estrutura remuneratória exclusivamente assente em objetivos financeiros, alegadamente, permitindo o alinhamento da remuneração dos administradores com práticas empresariais sustentáveis. As próximas linhas tentam aprofundar as implicações e os meandros da integração de métricas de desempenho ESG nas estruturas de remuneração.

³⁴ Já existem exemplos de clawback em casos de mau desempenho ESG. Um deles é o litígio entre a McDonald's e Stephen Easterbrook, em que a empresa recuperou montantes pagos a título de indemnização ao ex-CEO, graças à provisão de clawback, cf. SPIGGLE, Tom, 2021, *Unexpected Winners In McDonald's Compensation Clawback Fight With Its Former CEO*, disponível em <https://www.forbes.com/>.

CAPÍTULO II

ESG E A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

1. ESG E GOVERNAÇÃO SOCIETÁRIA

O acrónimo ESG é comum em vários fóruns, mas o seu significado não é transversal. Tal polissemia, já sugerida por George Serafeim — “*Most (if not all) of my students at Harvard Business School had no idea what ESG meant. Nowadays, they use the term ESG in the classroom taking as a given that everyone understands what they are referring to.*”³⁵ — deve ser reconhecida para compreender o conceito.

Historicamente, a composição do acrónimo ESG e a sua entrada no domínio do direito societário deu-se em dois tempos. O primeiro ocorreu em 1999, no WEF, através de Kofi Annan, então secretário geral das NU³⁶: “*Specifically, I call on you — individually through your firms, and collectively through your business associations — to embrace, support and enact a set of core values in the areas of human rights, labour standards, and environmental practices.*” A intervenção foi mais longe, propondo aos presentes um “*Global Compact*”, o qual ganhou forma em 2000 com nove princípios³⁷.

O ano de 2004 marcou o segundo tempo pela adesão de várias instituições financeiras de todo o mundo àquele pacto, da qual resultou o relatório *The Global Compact, Who Cares Wins*³⁸ — doravante “Relatório”.

O Relatório introduziu o acrónimo ESG em fase preliminar ao referir: “*This report is the result of a joint initiative of financial institutions which were invited by United Nations Secretary-General Kofi Annan to develop guidelines and recommendations on how to*

³⁵ SERAFEIM, George, 2021, *ESG: Hyperboles and Reality*, Working Paper 22-031, disponível em <https://shre.ink/aS6A>.

³⁶ Comunicado de Imprensa, 1999, UN-Secretary-General, Secretary-General Proposes Global Compact on Human Rights, Labour, Environment, in Address to the World Economic Forum in Davos, disponível em <https://shre.ink/aqUL>.

³⁷ Atualmente são 10 princípios, cf. <https://shre.ink/aqUs>.

³⁸ The Global Compact, Who cares wins: connecting financial markets to a changing world, 2004, disponível em <https://shre.ink/aqr0>.

better integrate environmental, social and corporate governance issues in asset management, securities brokerage services and associated research functions.”³⁹

Daqui há a retirar evidências e incertezas.

Quanto às evidências, primeiramente, o apelo feito às sociedades é no sentido da integração de fatores ESG⁴⁰, o que significa ir além da observância de princípios e adotar um comportamento ativo em relação a esses fatores.⁴¹ Em segundo lugar, apesar do leque de indicadores ESG ser tendencialmente infinito e variável ao longo do tempo, uma sociedade deverá apenas integrar aqueles que forem sensíveis à sua atividade societária.⁴²

³⁹ Note-se que entre o primeiro e o segundo tempo há um desenvolvimento importante: o aditamento da dimensão G (*governance*). Tal evolução ocorre, segundo o relatório, porque “*corporate governance and risk management systems are crucial pre-requisites to successfully implementing policies and measures to address environmental and social challenges. This is why we have chosen to use the term “environmental, social and governance issues” throughout this report, as a way of highlighting the fact that these three areas are closely inter-linked.*” Aspeto que não escapa a críticas, v.g. LARCKER, David. F., TAYAN, Brian; WATTS, Edward M., 2021, *The seven myths of ESG*, Stanford Closer Look Series, p. 3.

⁴⁰ O Relatório arrisca alguns exemplos, cf. *Who Cares Wins Report*, 2004, p. 6.

⁴¹ Cf. Comunicado de Imprensa (1999), (“*You can at least make sure your own employees, and those of your subcontractors, enjoy those rights. You can at least make sure that you yourselves are not employing under-age children or forced labour, either directly or indirectly. And you can make sure that, in your own hiring and firing policies, you do not discriminate on grounds of race, creed, gender or ethnic origin.*” e “*You can also support a precautionary approach to environmental challenges. You can undertake initiatives to promote greater environmental responsibility. And you can encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies.*”).

⁴² cf. Comunicado de Imprensa (1999) (“*Why those three? In the first place, because they are all areas where you, as businessmen and women, can make a real difference.*”).

Em terceiro lugar, sobressai a essencialidade da comunicação com *stakeholders*⁴³ na

⁴³ Fica evidente que a delimitação do conceito de *stakeholders* na integração de critérios ESG desempenha um papel fundamental. Contudo, não é um tópico consensual. Freeman definiu como sendo qualquer grupo ou indivíduo que pode influenciar ou ser influenciado pela atividade societária, cf. FREEMAN, Edward R., 2010, “*Strategic Management — A Stakeholder approach*”, Cambridge University Press.

Há posições semelhantes, v.g. Clarkson Centre for Business Ethics, 1999, *Principles of Stakeholder Management*, The Joseph L. Rotman School of Management, Toronto (*stakeholders* são partes que são afetadas, favoravelmente ou desfavoravelmente, pelas operações de uma sociedade). São, porém, entendimentos muito abrangentes e que não têm um critério para saber quem é de facto *stakeholder*.

Argandoña oferece um: *the common good*. A partir dele delimita o conceito como sendo: “(...) *customers and suppliers, banks and unions, the local community, the authorities (at different levels), interest groups, competitors, and so on, until it encompasses all men of all times, by virtue of the unity of the human family.*”, cf. ARGANDOÑA, Antonio, 1998, *The Stakeholder Theory and the Common Good*, disponível em <https://shre.ink/akUu>. Há exemplos que incluem seres não humanos, cf. STARIK, Mark, 1994, “*The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory*”. Porém, apesar do critério e delimitação, a abrangência permanece. Houve, por isso, tentativas de diminuir o alcance do conceito.

Max Clarkson, por exemplo, distinguiu duas categorias de *stakeholders*: primários — de quem a empresa depende para sobreviver — e secundários — todas as outras que estão em relação com a empresa. No primeiro universo podemos encontrar aqueles que têm uma relação contratual com a sociedade (acionistas, credores, trabalhadores, fornecedores e clientes) e outros que, embora não estabeleçam esta relação, determinam o quadro regulatório e o mercado em que a sociedade opera (entidades governamentais e comunidade local). Os secundários são aqueles não relacionados de forma nenhuma com a sociedade, mas influenciam e são influenciados pelas actividades societárias (v.g. comunicação social), cf. CLARKSON, Mark, 1995, *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, *Academy of Management Review*, 20, 92-117. Apesar do mérito da tipologia, a abrangência permanece e alcança vários atores ao mesmo tempo, o que torna o exercício de considerar todos os interesses demasiado complexo. Pelo que foram surgindo outros trabalhos sobre o tema. Um deles confere um carácter dinâmico ao universo de *stakeholders* (conforme definidos por Freeman) — nesse trabalho realçaram três atributos não cumulativos comuns entre os *stakeholders*: legitimidade — percepção ou assunção generalizada de que determinadas ações são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de um sistema socialmente construído e constituído por normas, valores e crenças — poder — tem poder, caso e na medida em que alguém tem ou pode ter acesso a meios que lhe permita impor a sua vontade a outro — e, por fim, a urgência dos seus interesses — o grau em que as reivindicações exigem uma atenção imediata. Estas três dimensões são dinâmicas entre si e ao longo do tempo, por isso, quem é *stakeholder* num momento, poderá não ser noutro, cf. MITCHELL, Ronald K., AGLE, Bradley R., WOOD, Donna J., 1997, *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 4, pp. 853-886, disponível em <https://shre.ink/aqrX>.

Esta última, porém, recebe aprovações e críticas. No primeiro pólo, por exemplo, Vanessa Magness, concede validade a partir de dois acidentes ambientais, através dos quais analisa a dinâmica entre as três variáveis, cf. MAGNESS, Vanessa, 2007, *Who are the Stakeholders Now? An Empirical Examination of the Mitchell, Agle, and Wood Theory of Stakeholder Salience*, *Journal of Business Ethics* (2008) 83:177–192. Noutro pólo, apontamos HART, Stuart L., SHARMA, Sanjay, 2004, *Engaging Fringe Stakeholders for Competitive Imagination*, *The Academy of Management Executive*, Vol. 18, No. 1, pp. 9-11, os quais acrescentam uma outra franja de *stakeholders* — *fringe stakeholders* —, que não reúnem nenhum daqueles três fatores.

Esta discussão tem como pano de fundo o debate entre a *shareholder primacy* e *stakeholder primacy* no domínio da governação societária. Não é o tema aqui em análise. Contudo o conceito de *stakeholder* tem importância nesta sede dada a sua preponderância na identificação de fatores ESG a integrar por uma sociedade e, por isso, a integrar na remuneração variável de administradores. Como tal, para efeito da análise posterior e tendo por base o trabalho de Ronald K. Mitchell et. al. (1997), entendemos por *stakeholders* entidades ou indivíduos, isolados ou em grupo, afectados pela atividade de determinada sociedade, capazes de influenciar a atividade e o desempenho dessa sociedade, se e quando detêm poder, legitimidade ou interesses de urgente consideração, atributos esses inter-relacionados, dinâmicos e sujeitos a alterações ao longo do tempo. A título de exemplo, tenha-se presente: acionistas, clientes, fornecedores, entidades reguladoras e comunidade local.

identificação dos fatores ESG a integrar.⁴⁴ Por fim, sublinhamos o caráter voluntário desta integração⁴⁵.

Há, porém, algumas dúvidas. Os fatores ESG foram concebidos como meios para atingir um fim e simultaneamente como o próprio fim⁴⁶. Por isso, pergunta-se como integrar os fatores ESG: i) nos processos de avaliação e decisão da sociedade — quer de gestão, quer de investimento⁴⁷ —, ou ii) no leque de objetivos da atividade societária, iii) ou ambas? Associada surge a questão de saber o propósito da integração de fatores ESG. O Relatório oferece duas respostas: o aumento do valor da sociedade e o desenvolvimento sustentável da comunidade em que se insere a sociedade⁴⁸. Contudo, por exemplo, considerar riscos relacionados com fatores ESG em função do impacto na comunidade visa prosseguir objetivos ESG. Diferentemente, ponderar fatores ESG em função do impacto dos riscos ESG no desempenho da sociedade socorre o valor da sociedade. São caminhos com destinos distintos. Entre um e outro, qual é que deve prevalecer?

Apesar do último repto, a pergunta que isolamos é: entre aquelas três opções, qual o modo de integração de fatores ESG numa sociedade? A doutrina, embora trate do tema por outra via — v.g. quais as percepções tidas do fenómeno ESG —, pode lançar luz quanto ao modo de integração de fatores ESG na governação societária.

⁴⁴ Cf. Comunicado de Imprensa (1999) (“*There is enormous pressure from various interest groups to load the trade regime and investment agreements with restrictions aimed at preserving standards in the three areas I have just mentioned. These are legitimate concerns. (...) And we are ready to facilitate a dialogue between you and other social groups, to help find viable solutions to the genuine concerns that they have raised.*”) e *The Global Compact* (2004) (“*They are also keen to start a dialogue with other stakeholders on ways to implement the recommendations because they are convinced that only if all actors contribute to the integration of environmental, social and governance issues in investment decisions, can significant improvements in this field be achieved.*”)

⁴⁵ Cf. Comunicado de Imprensa (1999) (“*But restrictions on trade and investment are not the right means to use when tackling them. Instead, we should find a way to achieve our proclaimed standards by other means. And that is precisely what the compact I am proposing to you is meant to do.*”)

⁴⁶ *The Global Compact* (2004), “Companies that perform better with regard to these issues can increase shareholder value by, for example, properly managing risks, anticipating regulatory action or accessing new markets, while at the same time contributing to the sustainable development of the societies in which they operate.”, p. i. Ou “Endorsing institutions are convinced that a better consideration of environmental, social and governance factors will ultimately contribute to stronger and more resilient investment markets, as well as contribute to the sustainable development of societies.”, p. ii. A este propósito, veja-se os objetivos de desenvolvimento sustentável definidos pelas NU contemporâneos ao Relatório, disponível em <https://shre.ink/aqr3>. Atualmente, são 17 objetivos, disponíveis em <https://shre.ink/pOtLb5>. Na verdade são objetivos identificáveis no quadro dos fatores ESG.

⁴⁷ Sobressai a integração de fatores nos processos de avaliação e decisão de investimento, mas evidencia também a gestão de risco da atividade da própria sociedade.

⁴⁸ Nr. n.º 46.

Stuart Kirk⁴⁹, evidencia as duas realidades que o termo ESG comporta desde a sua gênese. Numa face da medalha ESG, encontramos fatores ambientais, sociais e de governação como elementos a considerar na avaliação de potenciais rendimentos e riscos de determinado ativo. Noutra face, o termo ESG refere investimento verde, sustentável ou responsável. Na verdade, no primeiro caso, os fatores ESG são integrados no processo de decisão de investimento, no segundo há um compromisso com o resultado sustentável — *trying to do the right thing with their money*.

Alex Edmans⁵⁰, por outra via, conclui algo semelhante. Segundo o autor, o termo ESG é importante em dois planos. Por um lado, é importante por fazer referência a um conjunto de fatores dos quais depende o valor da sociedade a longo prazo, por isso, devem ser considerados nas decisões de investimento⁵¹. Por outro lado e diferentemente, são fatores com relevância para a comunidade em geral, pois correspondem a objetivos dessa comunidade que poderão ser assumidos por uma sociedade⁵².

A título de exemplo da integração em processos de avaliação e gestão que não se prenda com investimento, é possível considerar fatores ESG para identificação e mitigação de riscos de longo prazo dessa natureza — *“risks that, though emanating from a social or moral core, can lead the company into deep financial trouble, hurting its earnings and stock price performance...”*⁵³ Nesta corrente, o termo ESG alude ao conjunto de fatores, conhecidos através da comunicação com os respetivos *stakeholders*, considerados pela sociedade, a fim de reduzir a sua exposição a riscos ESG⁵⁴.

⁴⁹ KIRK, Stuart, 2022, *ESG must be split in two*, disponível em <https://shre.ink/aqr8>.

⁵⁰ EDMANS, Alex, 2023, *The end of ESG, Financial Management*, 52, 3 - 17, disponível em <https://shre.ink/aqrf>.

⁵¹ EDMANS, Alex (2023), p. 6.

⁵² EDMANS, Alex (2023), p. 8.

⁵³ GADINIS, Stravos, AMELIA, Miazad, 2020, *Corporate Law and Social Risk*, 73 *Vanderbilt Law Review*, disponível em <https://shre.ink/aq7T>, p. 1424 - 1426. HO, Virginia Harper, 2016, *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, disponível em <https://shre.ink/aFmV>.

⁵⁴ *“ESG helps managers address diverse risks relating to the company's business by obtaining information from stakeholders that are ideally placed to understand such risks.”* GADINIS, Stravos, AMELIA, Miazad (2020), p. 1458 - 1459.

Todas são *maçãs caídas perto do mesmo pomar*⁵⁵. Contudo, estão distantes uma da outra: uma tem os fatores ESG como um meio para atingir um fim — melhores resultados financeiros e crescimento sustentável —, outra assume determinados fatores ESG um compromisso.⁵⁶ Ambas estão presentes na gênese do acrónimo, como vimos.

Neste perímetro de integração, vejamos o que recomenda a boa governação societária.

O Código de Governo das Sociedades Português⁵⁷ foi alterado no presente ano, com algumas novidades precisamente sobre matéria ESG. Dessas alterações destaca-se o aditamento de um capítulo sobre sustentabilidade⁵⁸, no qual é recomendada a integração de fatores ESG⁵⁹, quer no plano dos objetivos da atividade societária⁶⁰, quer nos processos internos de identificação, medição e prevenção de impactos ambientais e sociais negativos⁶¹ — aparente referência ao risco —, bem como em processos de decisão de gestão⁶². Porém, não é o único que merece destaque em matéria ESG. O Capítulo VII realça os riscos relacionados com fatores ESG. No entanto, diferentemente do que fez no

⁵⁵ Há quem identifique apenas uma preferência ideológica, v.g. POLLMAN, Elizabeth, 2022, *The Making and Meaning of ESG*, Research Paper n.º 22-23. Apesar disso, este enquadramento importa para a análise das várias percepções do termo ESG, mas não para a análise dos modos de integração de fatores ESG, pois está relacionada com a posição e o exercício dos poderes, v.g. exercício do direito de voto de acionistas ou administradores,.

⁵⁶ Penso que essa é a razão para relacionar o fenómeno ESG ao fenómeno CSR, v.g. LOPUCKI, Lynn M., 2021, *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, 55 UC DAVIS L. REV., ROE, Mark J., 2021, *Corporate Purpose and Corporate Competition*, 99 WASH U. L. REV. 223. Ou até equivaler os dois fenómenos, v.g. DOLŠAK, Nives, GRIFFIN, Jennifer J., PRAKASH, Aseem, 2022, *Is ESG Simply the Old CSR Wine in a New Bottle?*, REG. REV., disponível em <https://shre.ink/aq7v>. Porém, não nos parece que tenha reflexo nos modos de integração de fatores ESG na governação societária. De todo o modo deixa-se clara a posição de discórdia assente num motivo fundamental: os valores propugnados pela CSR têm fundamento ético e são iguais para toda e qualquer sociedade. Os fatores ESG a integrar resultam da comunicação com os stakeholders de determinada sociedade e, por isso, não têm a mesma natureza e são variáveis em função da sociedade em causa.

⁵⁷ Código de Governo das Sociedades, com a redação que lhe foi dada em 2023, disponível em <https://shre.ink/aq7h>.

⁵⁸ “De entre as modificações operadas por esta revisão, merece destaque a inclusão de um capítulo novo — o capítulo I — dedicado à matéria da sustentabilidade.”, Preâmbulo do Código de Governo das Sociedades, com a redação que lhe foi dada em 2023, disponível em <https://shre.ink/aq7h>.

⁵⁹ A letra faz referência a objetivos de desenvolvimento sustentável conforme estabelecidos pelas NU, porém, são objetivos ESG, nr. 46. Nesta ocasião, recorde-se a instrumentalidade da dimensão G (governação), nr. 39.

⁶⁰ Cf. Princípio I.A. e Recomendação I.1.

⁶¹ Cf. Princípio I.B.

⁶² Cf. Princípio I.C., Recomendação I.2. Ao longo do elenco recomendatório, há outros ecos de fatores ESG a integrar nos processos de decisão e de gestão, v.g. Recomendação II.1.1. (quanto à comunicação com stakeholders), II.2.1. (quanto a requisitos de diversidade na composição de órgãos societários, com especial foco na igualdade de género).

Capítulo I, no qual a relação com os *stakeholders* e o impacto negativo que as externalidades da atividade societária pode impor-lhes são o ponto nevrálgico das recomendações, o teor do Capítulo VII evidencia os riscos relacionados com fatores ESG com eventual impacto negativo no desempenho da sociedade. Por outras palavras, neste capítulo, a integração de fatores ESG em processos de controlo interno serve a sociedade, pois antecipa e mitiga os riscos ESG inerentes à atividade societária⁶³. Por fim, ainda sugere a integração de fatores ESG em sede de deveres de reporte⁶⁴. Assim, recomenda uma integração trifásica: na corrente de objetivos da atividade societária⁶⁵, na corrente dos processos de gestão da sociedade⁶⁶ e na corrente de comunicação com todos os *stakeholders*⁶⁷.

O Código homólogo alemão⁶⁸, no preâmbulo, deixa clara a sua proposta — “*The objective of the Code is to make the dual German corporate governance system transparent and understandable. (...) It aims to promote confidence in the management and supervision of German listed companies by investors, customers, employees and the general public.*”. Adiante, faz algumas recomendações sobre a integração de fatores ESG na governação societária. Desde logo, realça que a gestão e supervisão da sociedade deve responder aos melhores interesses desta, os quais são a garantia da sustentabilidade da própria sociedade e o aumento sustentável do respetivo valor⁶⁹. Ademais, identifica os motivos da importância dos fatores ESG: ora porque influenciam o desempenho da sociedade, ora porque as externalidades da sua atividade impactam o ambiente e a

⁶³ Cf. (sobretudo) Recomendação VII.7. e VII.8. Contudo esta consideração de riscos ambientais e sociais reflete-se, necessariamente, noutras recomendações deste capítulo, v.g. Princípio VII.A, Recomendação VII.1., VII.3., VII.6.

⁶⁴ Cf. Princípio VIII.1.A.

⁶⁵ Cf. Recomendação I.1.(2).

⁶⁶ Cf. Recomendação VII.7.

⁶⁷ Cf. Recomendação VII.8.

⁶⁸ *Deutsche Corporate Governance Kodex*, com a redação que lhe foi dada em 2022, disponível em <https://www.dcgk.de/en/code.html>.

⁶⁹ “(...) principles, recommendations and suggestions for the Management Board and the Supervisory Board that are intended to ensure that the company is managed in its best interests. (...) to ensure the continued existence of the enterprise and its sustainable value creation (the enterprise’s best interests).”, cf. Foreword, *Deutsche Corporate Governance Kodex*.

comunidade em geral.⁷⁰ Clarifica, porém, que a ponderação destes fatores deve ser orientada pelo melhor interesse da sociedade⁷¹. Tais considerações têm reflexo no elenco dos princípios, recomendações e meras sugestões⁷² de boa governação. Desde logo, na recomendação A.1., a qual pode ser repartida em três segmentos. Primeiro, é recomendada a integração de fatores ESG nos processos de identificação e avaliação dos riscos e oportunidades da sociedade. Segundo, devem ser identificados os impactos ambientais e sociais que a atividade da sociedade causa. Terceiro, devem ser integrados na lista de objetivos a longo prazo da sociedade⁷³. Assim, recomenda-se a integração de fatores ESG quer em processos de decisão e gestão da sociedade, quer no leque de objetivos a longo prazo da sociedade. Por fim, recomenda a integração de fatores ESG no âmbito de deveres de reporte da sociedade. Assim, tal como no caso português, é dado destaque ao canal de comunicação entre sociedade e *stakeholders*⁷⁴.

Dito isto, a integração de fatores ESG no caso nacional e germânico está alinhada. Há, contudo, uma particular dissonância — a integração de fatores não financeiros em matéria remuneratória de administradores⁷⁵. O que significa que é possível e recomendado que parte da remuneração dependa da prossecução, por exemplo, de um objetivo ambiental — v.g. redução da taxa de emissão de carbono —, ou de um objetivo social — v.g. redução do *gap* salarial entre géneros. Destarte, destaca-se a integração de fatores ESG num

⁷⁰ “*Social and environmental factors influence the performance of the company, and its activities have an impact on people and the environment.*”, cf. *Foreword, Deutsche Corporate Governance Kodex*.

⁷¹ “*The Management Board and the Supervisory Board take this into account when exercising their respective management and supervisory roles in the company’s best interests.*”, cf. *Foreword, Deutsche Corporate Governance Kodex* e nr. 69 *supra*.

⁷² As meras sugestões não estão sujeitas ao princípio *comply or explain*.

⁷³ Primeiro, “*The Management Board shall systematically identify and assess the risks and opportunities associated with social and environmental factors (...)*.” Segundo, “*The Management Board shall systematically identify and assess (...) ecological and social impact’s of the enterprise activities.*”. Terceiro, “*to long- term economic objectives, the corporate strategy shall also give appropriate consideration to ecological and social objectives. Corporate planning shall include corresponding financial and sustainability-related objectives.*”, cf. Recommendation A.1., *Deutsche Corporate Governance Kodex*, com a redação que lhe foi dada em 2022, disponível em <https://www.dcgk.de/en/code.html>. Há outras vezes em que a integração de fatores ESG é recomendada, v.g. em processos de designação dos membros dos órgãos sociais — Recommendation A.2., B.1., C.1. —, nos processos de controlo interno e identificação de risco — Recommendation A.3. — processos de designação de membros dos órgãos sociais.

⁷⁴ Cf. Principle 22: “*Shareholders and third parties are kept informed by the consolidated financial statements and the group management report (including CSR reporting)(...)*”.

⁷⁵ Cf. Recommendation G.1.: “*The remuneration system shall define in particular: (...) which financial and non-financial performance criteria are relevant for the granting of variable remuneration components;*”

instrumento específico do sistema de governação societária: a remuneração variável dos administradores.

Esta previsão no índice recomendatório alemão não é caso único — como veremos, também não é por acaso. Os trabalhos de revisão do código homólogo britânico⁷⁶ versam, também, sobre matéria ESG. Ora, nesse âmbito, uma das alterações prende-se com a integração de fatores ESG nas políticas remuneratórias — “*Remuneration outcomes should be clearly aligned to company performance, purpose and values, and the successful delivery of the company’s long-term strategy including environmental, social and governance objectives.*”⁷⁷

A integração de fatores ESG na política de remuneração trata-se, contudo, de um caso particular. Em primeiro lugar, porque é um desvio da prática tradicional e mais comum de integração de métricas financeiras nas estruturas remuneratórias dos administradores. Em segundo lugar, porque, apesar de estar em primeira linha relacionada com processos de gestão e decisão da sociedade — determinação da estrutura remuneratória dos administradores —, também vai alastrar-se noutros domínios, tal como relativamente aos objetivos da sociedade e aos deveres de reporte. Começemos por compreender o atual estado da arte.

2. ESG: a nova métrica de desempenho

Decorrente do princípio de que *one size does not fit all*, a integração, ou não, de fatores ESG na estrutura remuneratória varia de sociedade para sociedade, tal como variam os fatores integrados e o modo da integração.

⁷⁶ *UK Corporate Governance Code, Consultation document*, disponível em <https://shre.ink/aq71>, cuja consulta irá terminar no dia 13 de setembro de 2023.

⁷⁷ Cf. *Principle P., Section 5 UK Corporate Governance Code, Consultation document*. Além disso, no âmbito de deveres de reporte, deve ser explicado como é que a estrutura remuneratória está alinhada, entre outros, com os objetivos ambientais, sociais e de governação (Recommendation 43). Na versão anterior não era feita a referência a “*environmental, social and governance objectives*”.

Quanto à integração ou não de fatores ESG no cômputo da remuneração, é possível identificar uma tendência crescente e global no sentido da integração⁷⁸. Esta evolução é notória em três setores económicos: energético, de extração ou transformação de matéria-prima e serviços de utilidade pública. Diferentemente, os setores de tecnologia de informação, de consumo discricionário e de consumo primário, não consideram tão frequentemente fatores ESG no cômputo da remuneração⁷⁹.

Relativamente aos fatores ESG integrados, convém sublinhar que os fatores ESG suscetíveis de integração na estrutura remuneratória são tantos quantos aqueles que a criatividade alcançar⁸⁰. Porém, há evidências que demonstram as categorias de fatores ESG mais frequentemente consideradas nas estruturas remuneratórias. Quanto à dimensão do acrónimo mais frequente sobressai a dimensão *Social* entre 2020 e 2022⁸¹. Nesse universo, o mais comum é encontrar fatores relacionados com D&I^{82,83}. Quanto à dimensão *Environmental*, nota-se uma prevalência de fatores atinentes à redução de

⁷⁸ Guerdon Associates, Southlea Group, Carrots Consulting, HCM International, 21st Century, MM&K, Farient Advisors, LLC, 2022, *Executive ESG pay is not relenting*, p. 8, doravante Relatório Guerdon cuja análise abrangeu vários mercados bolsistas: ASX 100, TSX 60, CAC 40, DAX 40, SMI 20, STI 30, JSE Top 40, FTSE 100, S&P 100.

Esta conclusão coincide com a conclusão noutros estudo semelhantes. *V.g.* KUK, Kenneth, NEWBERRY, Robert, MONTECELOS, Manuel, ZHU, Xujing, 2022, *2022 Global Report on ESG Metrics in executive incentive plans*, Willis Towers Watson, disponível em <https://shre.ink/aq8V>, p. 7 e 17, doravante Relatório WTW.

Apesar de não revelar a evolução, presentemente é mais frequente integrar do que não integrar no universo S&P500, cf. TEEFEY, Jennifer, BORNEMAN, John, MAZZONI, Matthew, YOO, Mira, VEALE, Jay, Semler Brossy, 2022, *ESG + Incentives*, p. 3.

⁷⁹ Cf. Relatório Guerdon, p. 9 e Relatório WTW, p. 11. Se limitarmos o universo apenas para o S&P500, o cenário mantém-se, cf. Relatório Semler Brossy, p. 3.

⁸⁰ Exemplos: segurança e saúde no trabalho, formação dos trabalhadores, atração e retenção de talento, (dimensão *Social*), rating ambiental, utilização de material reciclado, taxa de reaproveitamento de material, redução de utilização de recursos hídricos, eficiência energética (quer de edifícios, como de viagens), qualidade do ar (dimensão *Environmental*).

⁸¹ Cf. Relatório Guerdon, p. 12. Esta conclusão coincide com a conclusão noutros estudo semelhantes. *V.g.* Relatório WTW, p. 8 e 16.

O caso mantém-se no universo S&P500, cf. Teefey, Jennifer, Borneman, John, Mazzoni, Matthew, Yoo, Mira, Veale, Jay, Semler Brossy, (2022) *ESG + Incentives*, p. 4 a 6.

⁸² *V.g.* Verizon, 2023, *Proxy Statement 2023*, p. 31 (“(...) the Committee utilizes diversity and sustainability metrics and targets that measure the percentage of our U.S.-based workforce that is comprised of women and minorities (workforce diversity), the amount of our overall annual supplier spend with diverse firms (diverse supplier spend) (...)”), ou Orange S.A., 2023, *Integrated Annual Report*, p. 28 (“rate of women’s participation in management networks: 10%”).

⁸³ Cf. Relatórios Guerdon, p. 18 e Relatório WTW, p. 19.

emissão de gases efeito estufa⁸⁴, à gestão da utilização de recursos hídricos⁸⁵, ou utilização de energias renováveis^{86,87}. Finalmente, quanto ao universo *Governance*, destacam-se fatores relacionados com a comunicação com os *stakeholders* e com *compliance*⁸⁸.

Noutra classificação, distingue-se os fatores ESG quantitativos dos qualitativos. A diferença entre um e outro reside no grau de determinabilidade. Os primeiros empregam um processo de avaliação mensurável, utilizando valores numéricos (como valores absolutos ou crescimento percentual) para determinar o resultado. — v.g. métricas relacionadas com a redução da produção de lixo em certas toneladas —, os segundos são fatores cujo desempenho é aferido através de um juízo subjetivo e discricionário — v.g. melhoria da satisfação dos trabalhadores. O mais comum é surgirem ambos nas estruturas remuneratórias⁸⁹, sendo certo que na remuneração variável plurianual as métricas quantificáveis são mais frequentes do que na remuneração variável anual⁹⁰, tendência que parece estar em fase crescente⁹¹.

Já quanto ao modo de integração, há várias divisões a fazer.

Primeiramente, a integração é possível na remuneração variável plurianual ou da remuneração variável anual. A nível mundial, entre estas duas opções, o mais comum é a

⁸⁴ V.g. SAP, 2023, *SAP Compensation Report 2022*, p. 5 e 6 (“*Carbon Impact*”) conjugado com SAP, 2023, *SAP Integrated Report 2022* (“*We aim to reach 0 kt net greenhouse gas emissions in our operations in 2023.*”). Ou Verizon (2023), p. 31 (“*(...) the percentage by which we reduce our carbon intensity – the amount of carbon our business emits divided by the terabytes of data we transport over our networks – as compared to the prior year (...)*”).

⁸⁵ V.g. AngloAmerican, 2022, *Integrated Annual Report 2021*, p. 143 (“*Water reduction (8%) – 25% vesting for 8.5% reduction in abstraction of fresh water in water-stressed regions from rolling 3-year average over 2019-2021. 100% vesting for 11.5% reduction.*”).

⁸⁶ V.g. AngloAmerican, 2023, *Integrated Annual Report 2022*, p. 193 (“*The Renewable Energy measure proposed for the 2023 LTIP is a continuation of the 2022 LTIP measure and is to deliver renewable energy projects in southern Africa focused on renewable energy generation supply capacity. In addition, our operations outside of Africa shall have diesel transition plans detailed and budgeted within their business plans, which align to 2030 SMP objectives.*” e “*Renewable Energy (8%), Treshold (350MW) Stretch (500MW)*”).

⁸⁷ Cf. Relatório Guerdon, p. 17 e Relatório Guerdon, p. 10.

⁸⁸ Cf. Relatório WTW, p. 11.

⁸⁹ Cf. Relatório Guerdon, p. 24.

⁹⁰ Cf. Relatório WTW, p. 12.

⁹¹ Cf. Relatório Guerdon, p. 24. Note-se que, por um lado, aumenta a integração de métricas quantitativas e diminuem a integração de métricas qualitativas.

integração na remuneração variável anual.⁹² Contudo, analisando os dados, vemos que o resultado tem uma parcela que não permite tirar a conclusão mais acertada. Nos EUA, apenas 11% integram fatores ESG na remuneração variável plurianual, enquanto na Europa esse número é de 52%. Aliás, confrontando os dados de 2021 com 2022, a integração nesta componente da remuneração aumentou.

Em segundo lugar, identificam-se três funções do fator ESG: ou determina um limiar ou nível básico de desempenho necessário para que se verifique uma parte, ou a totalidade, do pagamento ao abrigo de outras métricas — *underpin* —, ou é incorporada na fórmula de pagamento antecipadamente (em oposição ao critério do conselho/comité) para permitir ajustamentos no pagamento do incentivo — *modifier* —, ou integra diretamente a fórmula de pagamento, considerada independentemente ao estabelecer e calcular o pagamento de incentivos. — KPI. A esmagadora maioria atribui a qualidade de KPI aos fatores ESG⁹³.

Por fim, podem ser integrados autónoma e separadamente, com uma ponderação própria — *stand alone ESG metric*⁹⁴ —, ou como elemento de um conjunto de métricas ESG, cuja ponderação respeita a todo o conjunto, ao invés de ser ponderada isoladamente — *ESG bundle*⁹⁵ — ou como elemento de um conjunto de métricas ESG e não ESG, que a ponderação tem em conta o conjunto, sem discriminar — *broad bundle*⁹⁶.

As duas últimas classificações cruzam-se e o mais frequente é, nos casos da remuneração variável plurianual, adotarem a qualidade de KPI e considerados isoladamente. Porém, embora no caso da remuneração variável anual, a integração

⁹² Cf. Relatório WTW, p. 7 e Relatório Guerdon, p. 21.

⁹³ Cf. Relatório WTW, p. 13.

⁹⁴ V.g. Deutsche Bank, 2023, *Annual Report*, p. 414. Há sete fatores ESG integrados onde cada um é autónoma e individualmente ponderado.

⁹⁵ V.g. Verizon (2023), p. 32. Três fatores ESG são integrados na remuneração variável anual, cuja ponderação não é feita isoladamente, mas sim conjuntamente, cuja relevância no cômputo da remuneração é de 10%.

⁹⁶ V.g. Capitaland Ascendas Reit, 2023, *Annual Report 2022*, p. 117. A componente variável, entre outras componentes não ESG, tem uma componente “Sustainability”, cuja avaliação será feita em conjunto com as outras componentes, sem uma ponderação própria (“After the close of each financial year, the Board reviews the CLAR Group’s achievements against the targets set in the Balanced Scorecard and determines the overall performance taking into consideration qualitative factors such as the quality of earnings, operating environment, regulatory landscape and industry trends.”).

enquanto KPI seja predominante, há um empate entre a sua consideração isolada e ou num *broad bundle*⁹⁷.

Dado o exposto, as variações nas escolhas de métricas e na forma de integração são uma consequência lógica da voluntariedade, da variação das dimensões influenciadas por cada sociedade⁹⁸ e dos diferentes *stakeholders* envolvidos.⁹⁹ Assim, não surpreende as sociedades do setor energético focarem na redução de emissões de gases com efeito de estufa, enquanto sociedades de extração mineral priorizam a segurança no trabalho. No entanto, a divergência entre sociedades que integram na estrutura remuneratória fatores ESG e as que não o fazem ilustra do debate em curso sobre as vantagens e desvantagens dessa integração, o que será analisado adiante.

3. BENEFÍCIOS E RISCOS DA INTEGRAÇÃO

O debate sobre a integração de métricas ESG na estrutura remuneratória dos administradores pode ter diferentes abordagens. Porém, aquela que presta maior utilidade e melhor cabimento nesta análise abaliza o confronto entre os benefícios e os riscos desta integração para a governação societária.

A integração de métricas ESG nas estruturas remuneratórias dos administradores comporta benefícios, os quais sugerimos estruturar em três blocos: um relativo à performance ESG¹⁰⁰, outro relativo ao compromisso com objetivos ESG e quanto ao financiamento.

O primeiro refrata-se em dois feixes: o aumento da sustentabilidade da sociedade e o alinhamento da gestão da sociedade com os interesses de stakeholders. Os dois segmentos estão relacionados pela *dupla materialidade*¹⁰¹, segundo a qual os riscos para uma

⁹⁷ Cf. Relatório WTW, p. 13 a 16.

⁹⁸ Cf. p. 20 e nr. 42.

⁹⁹ Cf. p. 21 e nr. 43.

¹⁰⁰ Apesar da imberbe experiência, há um estudo que revela que a integração de métricas relacionadas com a diminuição de emissão de CO2 na estrutura remuneratória dos administradores resulta numa melhor performance quanto a esse aspeto. *V.g.* COHEN, Shira, KADACH, Igor, ORMAZABAL, Gaizka, REICHELSTEIN, Stefan, 2023, *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, disponível em <https://shre.ink/aq8A>, p. 26 e 30.

¹⁰¹ Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022, considerando 29.

sociedade e os impactos da respetiva atividade “representam, individualmente, uma perspectiva de materialidade”. Isto é, por um lado a atividade da sociedade afeta as pessoas e o ambiente, por outro lado, as questões relacionadas com ESG podem traduzir riscos (financeiros ou não) ou oportunidades (financeiras ou não) para a sociedade. Por exemplo, uma indústria cuja atividade tenha uma grande dependência de recursos hídricos. Essa atividade tem implicações negativas na comunidade — consumo de recurso natural finito e necessário —, mas também acarreta riscos para a própria sociedade — v.g., o risco de novos quadros regulatórios nessa matéria¹⁰², ou, em última instância, o esgotamento da matéria-prima principal (*ESG tail risk*¹⁰³). Neste cenário, a integração de métricas ESG incentiva decisões de gestão mais avessas a riscos não financeiros¹⁰⁴, bem como mais alinhadas com interesses de *stakeholders* afetados pela atividade societária. Ora, a melhor performance ESG conseguida através da integração destes fatores na remuneração variável beneficia a sociedade pela maior sustentabilidade¹⁰⁵, bem como pela sua consolidação junto dos *stakeholders*, especialmente clientes e trabalhadores^{106 107}.

O segundo bloco está relacionado com a comunicação do compromisso — ou fortalecimento dele — com temas ESG¹⁰⁸. Esta comunicação é ambivalente, pois tem efeitos externos e internos (*tone from the top*). Quanto aos primeiros, a integração destas métricas na remuneração variável dos administradores sinaliza externamente — clientes, potenciais investidores, etc. — o compromisso, ou o seu fortalecimento, com

¹⁰² Por exemplo, DIAS, Carlos, 2023, *Governo não autoriza mais culturas permanentes de olival, abacate e frutos vermelhos*, Público, disponível em <https://shre.ink/aq8v>.

¹⁰³ Parece-nos que, tal como no domínio financeiro, há a evidenciar *ESG tail risks*, isto é, um acontecimento ambiental ou social altamente improvável, mas que, se vier a acontecer, terá consequências graves nos mercados económicos e financeiros.

¹⁰⁴ Riscos esses dificilmente consideráveis em objetivos financeiros a longo prazo. O’ CONNOR, Phillipa; GOSLING, Tom, 2021, *Paying well, by paying for good*, disponível em <https://shre.ink/aq8c>, p. 6.

¹⁰⁵ COHEN, Shira, et. al. (2023), p. 6, COOK, Martha, SAVAGE, Katherine, BARGE, Frederic, 2023, *Linking Executive Pay to Sustainability Goals*, in Harvard Business Review, disponível em <https://shre.ink/aq8x>.

¹⁰⁶ COHEN, Shira, et. al. (2023), p. 8.

¹⁰⁷ V.g. LINS, Karl V., SERVAES, Henri, TAMAYO, Ane, 2017, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*, disponível em <https://www.jstor.org/stable/26652553>, p. 1818 - 1820, faz uma análise da qual conclui que, em tempos de crise, as sociedades com preocupações sociais são premiadas em relação a sociedades sem preocupações sociais, através de dois canais: trabalhadores e clientes,

¹⁰⁸ COHEN, Shira, et. al. (2023), p. 9, O’ CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom, 2021, *Principles for Responsible Investment (2021)*, *ESG-Linked Pay: What does the research say?*, disponível em <https://shre.ink/aq8W>; SPIERINGS, Merel, 2022, *Linking Executive Compensation to ESG Performance*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, disponível em <https://shre.ink/aqe0>, p. 8.

determinadas dimensões ESG. Aliás, poderá determinar uma melhoria em rankings ESG¹⁰⁹. Quanto aos segundos, a sociedade sinaliza interna e transversalmente as suas prioridades em matéria ESG.

O último bloco tem a ver com o financiamento, o qual tem duas componentes: instrumentos de capital próprio (ações) e instrumentos de capital alheio verde (*green loan, green bonds, ESG linked loan, ESG linked bonds*). Apesar de não ser líquido, há evidências de que as sociedades com métricas ESG integradas no cômputo da remuneração dos administradores têm maior percentagem de capital social detido por investidores institucionais, cujo investimento tende a aumentar caso haja esta integração. Fenómeno que pode ser explicado pela convicção de que sociedades que tenham em conta questões ESG têm maior capacidade de resistir a alterações sociais, económicas e regulatórias.^{110 111} Quanto aos segundos, há já uma evidência sobre o papel da remuneração ESG na obtenção de crédito, o que está em consonância com a noção de que a remuneração ESG é uma forma de alinhar os objetivos da gestão com as condições do financiamento verde (obtido ou a obter)¹¹².

Este fenómeno não escapa a críticas, as quais podem ser agrupadas em três grupos: o desequilíbrio entre a melhor remuneração e o benefício produzido, a difícil mensuração do desempenho e o agravamento dos problemas de agência.

O primeiro fragmenta-se em três entendimentos.

¹⁰⁹ Há estatística nesse sentido, cf. COHEN, Shira, et. al. (2023), p. 4, 12, 26.

¹¹⁰ COHEN, Shira, et. al., (2023), p. 3, 22 a 24. BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto, 2022, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, Law Working Paper n.º 671/2022, p. 2. O'CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom (2021), p. 10.

Porém, há vozes dissonantes, tal como SPIERINGS, Merel (2022), p. 9.

Ademais, há investidores que já se manifestaram no sentido favorável desta integração, tal como a Cevian Capital, cf. Comunicado da Cevian Capital, 2021, *Cevian Capital Requires ESG Targets in Management Compensation Plans*. Numa posição um pouco diferente, veja-se a Vanguard, Inc, que já sublinhou que é fundamental que esta integração garanta determinadas condições e que não está à espera de encontrar estas métricas em todas as sociedades em que investe, cf. GALLOWAY, John, Vanguard, Inc., 2022, *Policy Insights on Executive Compensation*, disponível em <https://shre.ink/aqeV>.

¹¹¹ Em consonância com a preocupação dos investidores institucionais quanto a matérias ESG, evidente na sua participação no Relatório e já explorada pela doutrina, entre ela, KRUEGER, Phillipp, SAUTNER, Zacharias, STARKS, Laura T., (2020), *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, disponível em <https://shre.ink/aqeF>, p. 34;

¹¹² Apesar de poucas evidências, já existe estatística nesse sentido, cf. COHEN, Shira, et. al. (2023), p. 28 e 29. Aliás, tenha-se presente o exemplo do Deutsche Bank, cuja política de remuneração premeia o aumento de investimento sustentável, cf. Deutsche Bank (2023) p. 414.

Um reside no risco de o melhor desempenho ESG não significar a produção do benefício que subjaz à métrica ESG integrada — *hitting the target, but missing the point*¹¹³. Em sede de métricas ESG, imagine-se que a remuneração variável do administrador depende da redução de utilização de recursos hídricos, a qual é conseguida através da utilização de produtos para lavagem a seco altamente poluentes. Com efeito, administrador atingiu o objetivo, mas não diminuiu a pegada ambiental. Imagine-se agora como métrica financeira o aumento dos lucros de exercício. O administrador pode atingir esses valores, por exemplo, através da redução da investigação. Assim, ao diminuir os custos, aumentou os lucros de exercício. A conclusão é mais ou menos a mesma em todos os casos, atingiu um objetivo sacrificando outros, sacrifício que poderá colocar em causa a prossecução do fim visado, embora tenha satisfeito o objetivo. Acontece que, no caso das métricas ESG, a relação causa-efeito entre a concretização do objetivo e a produção do benefício que que visa não é tão estreita como no caso de métricas financeiras. O que se deve ao facto de o fim visado depender de variáveis que vão muito além da que está subjacente à métrica ESG¹¹⁴. Com efeito, o aumento salarial persegue melhorias de condições de trabalho, a diminuição de consumo de água visa a redução da pegada ambiental, ou a diminuição do fosso salarial entre géneros prossegue a igualdade de género. Assim, no caso de métricas ESG, o risco de não prosseguir o fim visado mesmo atingindo o objetivo é maior, dado o elevado número de variáveis de que depende o benefício procurado.

Outra causa de desequilíbrio prende-se com a impossibilidade de satisfazer todo o universo de *stakeholders* e todos os seus interesses, com a agravante de que satisfação de uns poderá significar o prejuízo de outros¹¹⁵. Ora, a escolha de determinada métrica sinaliza como prioritária uma franja de *stakeholders* e uma das dimensões do seu bem-estar, sem avaliar o impacto da concretização do objetivo. Assim, a gestão societária irá focar nesses *stakeholders*, desconsiderando outros, concentrando esforços nessa dimensão do seu bem-estar, desvalorizando outras, sem considerar o impacto da concretização do

¹¹³ EDMANS, Alex, 2021, *Why Companies Shouldn't Tie CEO Pay to ESG Metrics*, Wall Street Journal, 27 de Junho, 2021.

¹¹⁴ O'CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom (2021), p. 7.

¹¹⁵ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto (2022).

objetivo noutras dimensões e noutros *stakeholders*.¹¹⁶ Por isso, o efetivo valor transferido para o universo de *stakeholders* através da integração de métricas ESG é necessariamente baixo e nem sempre positivo¹¹⁷. Esta corrente entende, ainda, que a solução não poderá passar pela multiplicação das métricas ESG, a fim de alcançar mais grupos de *stakeholders* e mais dimensões do seu bem-estar, pois este reduto não só não afastaria o problema, como iria criar outro. O problema permanece, embora com traços distintos, pois as decisões de gestão iriam privilegiar as métricas relacionadas com dimensões mais facilmente mensuráveis — por exemplo, o número de trabalhadores teria prevalência sobre a qualidade dos postos de trabalho¹¹⁸. Pelo que não haveria a consideração de dimensões e *stakeholders* em função da sua consideração, ou não, no plano remuneratório, mas sim pela maior ou menor mensurabilidade das métricas. O que, por um lado, não afasta o problema anteriormente referido, pois haverá sempre franjas de *stakeholders* e dimensões do bem-estar mais prioritárias que outras e, por outro lado, causa um problema de desperdício de recursos: os administradores seriam premiados por atingir os objetivos mais mensuráveis, em vez dos mais preponderantes para a sociedade¹¹⁹.

Por último, aquela crítica ainda assenta na distinção entre *hard information* — informação quantificável e verificável que podem ser divulgadas fidedignamente — e *soft information* — informação não verificável, tal como, capital humano, *know-how* ou clientela. Ora, apesar da determinação dos preços de ações ser resultado de um equilíbrio entre uma e outra informação, uma vez que por regra, a *hard information* é objeto dos deveres de divulgação, esta informação terá grande influência nos preços das ações da sociedade. Como o preço das ações da sociedade é uma importante variável da remuneração — *equity pay* — e da reputação dos administradores, serão as informações com impacto nesses preços que irão nortear as decisões de gestão. Assim, dado que as políticas remuneratórias são objeto de divulgação, o aumento da representatividade de uma minoria étnica em cargos de chefia, uma vez integrado na estrutura remuneratória do administrador, será especialmente considerado em detrimento de informações não

¹¹⁶ O'CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom, (2021), p. 7.

¹¹⁷ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto (2022), p. 17 - 19.

¹¹⁸ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto (2022).

¹¹⁹ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto (2022), p. 26 - 28.

quantificáveis e não divulgadas, por exemplo, o rácio entre o número de promoções de trabalhadores de etnia minoritária e de etnia majoritária¹²⁰. Ora, tal raciocínio também tem por consequência a diminuição do *trade off* e aponta outro norte de atuação dos administradores — informação a ser divulgada ou não — que poderá não coincidir com as prioridades da sociedade.

Crítica distinta é a difícil mensurabilidade do desempenho mediante métricas ESG — *not everything that counts, can be counted*¹²¹. Se confrontarmos as políticas de remuneração de duas sociedades, ambas assentes em métricas financeiras, o método de mensuração para aferir o sucesso face ao mesmo objetivo é consensual e semelhante, bem como os instrumentos de ilustração desse desempenho — dados e documentos contabilísticos¹²², sujeitos a regras específicas e uniformizadas. Já não é assim no caso de métricas ESG — não existem regras de mensuração e ilustração de desempenho¹²³. Tome-se como exemplo o seguinte: como medir e mostrar o sucesso face a um objetivo relacionado com o aumento da diversidade étnica? Entre o leque de respostas podemos apontar o número de cargos de chefia confiado a minorias étnicas, tal como a diferença salarial entre a maioria e a minoria étnica, entre outras.

A última frente das críticas é o aumento dos problemas de agência. Daquela fraca relação causa-efeito entre a prossecução do objetivo ESG (causa) e o benefício maior visado (efeito pretendido), bem como desta difícil mensurabilidade do desempenho, decorre o seguinte: a avaliação de desempenho está dependente não só de saber se o administrador conseguiu, por exemplo, reduzir em 50% a utilização de recursos hídricos — *hard information* —, mas também de conhecer o contexto do aparente sucesso — *soft information*. Assim, a melhor ou pior avaliação dependerá da informação que for disponibilizada. Como tal, os problemas de assimetria informativa entre a gestão e acionistas podem agravar-se, pois os administradores ficam numa posição em que têm o poder de impedir ou dificultar uma avaliação séria, conseguindo assim maiores remunerações. Porém, o tema não se esgota aqui, pois os problemas de agência ganham

¹²⁰ EDMANS, Alex, 2021, *The dangers of sustainability metrics*, disponível em <https://shre.ink/aeqK>.

¹²¹ EDMANS, Alex (2021).

¹²² VELTE, Patrick, 2016, “Sustainable management compensation and ESG performance – the German case”, in *Journal Problems and Perspectives in Management*.

¹²³ O’CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom (2021), p. 7.

novas linhas por uma singularidade: os verdadeiros beneficiários, ou prejudicados, são os *stakeholders*, os quais não têm ao seu alcance direitos que lhes permitam aceder a informações para além daquelas que são divulgadas, nem dispõem de instrumentos pelos quais se façam ouvir¹²⁴, aumentando o risco de rendimentos superiores, mesmo quando não tenham produzido efetivamente benefício algum.

Apesar de legítimas, as críticas merecem algumas observações.

Em primeiro lugar, as dificuldades de mensuração não decorrem da natureza das métricas ESG. Aliás, a adoção de métricas de difícil mensuração já era comum, tal como a liderança ou satisfação no trabalho e mantém-se até hoje. O exercício será deixar consolidar a tendência e ultrapassar a dificuldade, a fim criar métricas ESG quantificáveis, o que é perfeitamente possível¹²⁵. Com efeito, a crítica deixará de recair sobre as métricas ESG, redirecionando-se para as decisões societárias sobre o desenho das estruturas remuneratórias. Esse problema deve ser resolvido no âmbito dos processos decisórios em matéria remuneratória e não pela aniquilação das métricas ESG.

Do mesmo modo, as críticas relacionadas com o desequilíbrio entre o benefício efetivamente produzido pela prossecução dos objetivos ESG e a remuneração auferida criam a aparência de que se trata de uma inevitabilidade. Não nos parece ser exatamente assim. Ao invés disso, o maior ou menor *trade off* é reflexo de um pior ou melhor processo de avaliação do desempenho do administrador, pois um juízo escorreito permitirá garantir um *trade off* justo entre a remuneração paga e o benefício produzido. Mais uma vez o problema não reside na integração de métricas ESG, mas sim pela integração de métricas de difícil mensurabilidade, de um sistema de controlo e avaliação societário incipiente, muito possivelmente determinado por deficientes canais de informação.

Relativamente às críticas relacionadas com a insuficiente satisfação dos interesses de todo o universo de *stakeholders*, adiante-se o seguinte: não foi para isso que se procedeu à integração de métricas ESG. Por dois motivos. Um reside na impossibilidade de satisfazer tamanho universo de interesses, pois o carácter dinâmico dos *stakeholders* e os diferentes graus de urgência das suas reivindicações determinam uma elevada volatilidade dos

¹²⁴ Diga-se que nem têm instrumento jurídico para fazer valer a sua avaliação.

¹²⁵ Tal como demonstrado supra, p. 29.

interesses que devem ser endereçados pelas sociedades, tornando-se impossível satisfazer um universo de interesses que muda de dia para dia. Por outro lado, nunca se exigiu às sociedades um esforço hercúleo para responder a todas as necessidades ambientais e sociais do mundo, mas sim um esforço para responder às necessidades que pela natureza da sua atividade a sociedade consegue influenciar, positiva ou negativamente.

Por último, o agravamento dos problemas de agência decorre de uma linha doutrinária que não perceciona a remuneração variável apenas como um instrumento de alinhamento de interesses, mas também — e sobretudo — como uma fonte de problemas de agência. Assim, não estranhámos a crítica, tal como não se estranhará a reprodução da resposta dada noutra sede. *Per se*, a remuneração variável não é uma panaceia. Nem tem esse propósito. Os problemas de agência são endereçados pela robustez do sistema de governação societária, da qual faz parte a remuneração variável, mas que não é agente único, nem tem esse papel. Aliás, Bebchuk acaba por reconhecer isso mesmo, ao apontar como possíveis soluções para a mitigação de problemas de agência a integração de métricas objetivas e claras, o reporte dos resultados e o respetivo contexto¹²⁶.

Para sermos claros, embora reconheçamos a pertinência de críticas relativamente à integração das métricas ESG nos planos remuneratórios, não concordamos com os primeiros juízos que descartam o seu valor. O valor destas críticas reside na sua capacidade de lançar luz sobre as fragilidades da integração das métricas ESG e não sobre a sua absoluta inadequação. Aliás, a integração contribui para a mitigação de problemas de agência, e não para o seu agravamento, como veremos.

¹²⁶ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto (2022), p. 34.

CAPÍTULO III

A INTEGRAÇÃO DE MÉTRICAS ESG NA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL PARA UMA GOVERNAÇÃO SOCIETÁRIA SUSTENTÁVEL

Se foi prosseguido o objetivo, fica evidente que a remuneração variável tem, enquanto instrumento de alinhamento de interesses dos administradores com os da sociedade, capacidade evolutiva, a fim de desenvolver novos mecanismos para responder a novos desafios que as sociedades enfrentam.

A integração de métricas de desempenho ESG é um desenvolvimento no domínio das métricas integradas na estrutura remuneratória. A nosso ver, um desenvolvimento natural e positivo. Natural porque é impulsionado pela necessidade de responder a novos desafios enfrentados pelas sociedades. Positivo porque esta abordagem é mais um incentivo para uma gestão orientada para o valor a longo prazo, por incentivar o aumento da sustentabilidade da sociedade.

A naturalidade do desenvolvimento tem duas causas: o agravamento das emergências climáticas e o aumento da pressão pelos *stakeholders*.

As emergências climáticas representam um risco para a atividade societária em diferentes frentes. A frequência de eventos naturais ameaçam as sociedades, de várias formas. Identificámos pelo menos três novos riscos: operacionais e riscos de escassez de matéria prima — tenha-se como exemplo a seca que, fruto do impacto negativo para as infraestruturas de transporte via aquática, aumenta os riscos para o comércio mundial¹²⁷, bem como ameaça os setores que mais dependentes de recursos hídricos. Em segundo lugar, a urgência ambiental tem justificado novas leis e regulamentos, o que representa riscos regulatórios e de responsabilidade legal, pois as sociedades terão que rapidamente responder a novas exigências legais, de outra forma correm o risco de serem demandadas judicialmente por prejuízos produzidos, à conta da inobservância legal¹²⁸.

O aumento da pressão por parte dos *stakeholders* é inevitável, pois a crescente desenvoltura dos meios de comunicação social, principalmente a internet, permite um

¹²⁷ THOMAS, Helen, 2022, *Climate is a supply chain problem that can't be ignored*, Financial Times, disponível em <https://shre.ink/aFpX>.

¹²⁸ Essa pressão legislativa já justificou, até, a referência a um direito empresarial sustentável, cf. MYERS, Colin, CZARNEZKI, Jason J., 2021, *Sustainable business law? The key role of corporate governance and finance*, in *Environmental Law*, 2021, Vol. 51, No. 4 (2021), pp. 991-1040, disponível em <https://shre.ink/aS2J>.

maior e mais minucioso escrutínio da sociedade por parte dos *stakeholders*. Daqui há, também, o surgimento de vários riscos. Entre eles, realçamos os riscos financeiros. Pois, os investidores, como referimos anteriormente, revelam uma preferência tendencial de investimento em ativos com bons desempenhos ESG¹²⁹. Esse cenário aumenta a exigência de transparência e responsabilidade das sociedades, uma vez que há o risco das suas ações e impactos serem amplamente divulgados e julgados negativamente pelos *stakeholders* em tempo real¹³⁰.

Estas duas causas impõem um novo desafio à sociedade. Um exercício doutrinário permitiu distinguir sustentabilidade de propósito e relacioná-la com o maior ou menor desempenho lucrativo¹³¹. A ideia matriz e que nos serve é a de que uma sociedade sustentável, mas sem capacidade lucrativa, não é capaz de prosseguir o seu propósito — a prestação de um determinado serviço, ou a venda de um determinado bem. Mas é igualmente verdade que uma sociedade com elevada capacidade lucrativa, mas com baixo desempenho ESG, torna-se uma sociedade socialmente insustentável e cuja atividade é considerada prejudicial para a comunidade em que se insere.

Ora, a integração de fatores ESG na estrutura remuneratória incentiva uma gestão centrada neste novo desafio da sustentabilidade, que por natureza está intimamente relacionada com o desempenho a longo prazo da sociedade.

Porém, o mecanismo não está, ainda suficientemente explicado, pois, falta saber como é que a sustentabilidade está relacionada com o desempenho a longo prazo da sociedade. Ora, as respostas já foram sugeridas ao longo da análise supra.

Primus, os objetivos ESG estão normalmente centrados no impacto a longo prazo, com efeito, os administradores são incentivados a priorizar iniciativas que contribuam para resultados ESG positivos em detrimento de ganhos a curto prazo¹³².

¹²⁹ Estatística disponível em <https://shre.ink/akSP>.

¹³⁰ Tenha-se presente a decisão em massa de saída das empresas do território russo, após a invasão à Ucrânia, cf. SONNENFELD, Jeffrey, 2023, *Over 1,000 Companies Have Curtailed Operations in Russia—But Some Remain*, Yale School of Management. Sobre a relação desta decisão e a pressão dos *stakeholders*, veja-se PAJUSTE, Anete, TONIOLO, Anna, 2022, *Corporate response to the war in Ukraine: stakeholder governance or stakeholder pressure?*, Finance Working Paper N° 839/2022, disponível em <https://shre.ink/aS2G>.

¹³¹ ECCLES, Robert, MAYER, Colin, STROEHLE, Judith, 2021, *The difference between Purpose and Sustainability*, disponível em <https://shre.ink/akiL>.

¹³² Recorde-se as métricas ESG, principalmente na Europa, em mais de metade dos casos, são integradas na remuneração variável anual, cf. p. 29-30 supra.

Secundum, os fatores ESG envolvem estratégias de gestão e mitigação de riscos, tais como a abordagem dos riscos ambientais, a garantia de políticas sociais sólidas e o reforço das práticas de governação empresarial. Ao integrar métricas ESG na remuneração, os administradores são incentivados a gerir proactivamente estes riscos, reduzindo potenciais impactos negativos no desempenho e na reputação da sociedade a longo prazo¹³³.

Tetrius, a integração de métricas de desempenho ESG demonstra o compromisso com os princípios ESG, o que significa alinhar a gestão com os *stakeholders*, o que melhora a reputação da sociedade e promove a confiança. Os administradores, movidos pelo desejo de manter e melhorar a reputação da sociedade, estarão mais inclinados a adotar práticas sustentáveis e estratégias de longo prazo.

Por fim, à medida que o interesse global pelas questões ESG continua a aumentar, os reguladores exigem cada vez mais transparência e responsabilidade nos relatórios ESG. Os próprios investidores, por sua vez, estão a incorporar considerações ESG nas suas decisões de investimento¹³⁴. Ao alinhar a remuneração dos administradores com o desempenho ESG, as sociedades podem aproximar-se ou antecipar quadros regulatórios em evolução e satisfazer as expectativas dos investidores socialmente responsáveis, o que traduz, também, uma preocupação a longo prazo.

Estas são, em nosso entender, as quatro pedras angulares entre a relação sustentabilidade e o desempenho a longo prazo.

Contudo, como ficou claro na Parte 3 do Capítulo II, reconhecemos dificuldades na integração. Porém, como já adiantámos, tais dificuldades não decorrem da natureza das métricas ESG, mas sim do processo de integração.

Para um exemplo, em 2022, os acionistas da Galp Energia, SGPS, S.A. deliberaram sobre a política de remunerações dos membros dos órgãos sociais da sociedade sob proposta da comissão de remunerações. A componente variável da remuneração é estruturada em dois blocos, um representante de 65% da remuneração assente em critérios quantificáveis, o remanescente corresponde ao *“resultado da avaliação qualitativa, pela Comissão de Remunerações, da atividade desenvolvida pelos administradores executivos*

¹³³ Aliás, esta é exatamente uma das formulações da integração de métricas ESG, cf. p. 23 e nr. 53, 54 supra.

¹³⁴ Se recuarmos, a integração de fatores ESG, na sua génese, enfatizou a integração em decisões de investimento, cf. p. 19 e ss, bem como já é reconhecido maior investimento em sociedades com integração de fatores ESG, cf. p. 33 e nr. 110 e 111.

no exercício ou no triénio relevante, consoante o caso, tendo em conta uma visão holística não só dos resultados atingidos mas também do contexto em que foram obtidos.”

O primeiro bloco incorpora duas métricas ESG no SPI. Cada métrica reflete uma fração da remuneração variável, sendo 5% referente à melhoria do índice de intensidade carbónica e 10% à melhoria do índice de frequência de acidentes.

O segundo bloco depende do contexto em que os objetivos foram prosseguidos, atribuindo relevância à *soft information* para contextualizar o desempenho dos administradores.

O desempenho, em ambas as métricas, é avaliado pelo confronto entre os resultados efetivamente obtidos e os valores de referência do plano de negócios, garantindo que as metas estejam claramente delimitadas e quantificadas, evitando dificuldades na determinação do desempenho.¹³⁵

As fragilidades são em grande medida ultrapassadas. Não há indeterminabilidade, nem dúvidas ou discricionariedade na avaliação do desempenho ESG. Além disso, a discricionariedade é instrumentalizada de forma a fortalecer o instrumento de regulamentação, pois permite contextualizar o desempenho do administrador, conseguindo vedar uma percentagem da remuneração variável anual.

Resta o alegado problema de agência decorrente de uma potencial assimetria informativa entre administradores e *stakeholders*, que pode ser explorada no interesse egoístico dos administradores. Para examinar esta questão em profundidade, analisámos cuidadosamente o relatório de governação da empresa, que inclui o relatório sobre remunerações. Apesar da política de remuneração merecer um louvor pelo facto de depender 35% da remuneração variável anual de uma avaliação holística, é fundamental a divulgação de informações que permitam contextualizar o desempenho dos administradores. Só deste modo é que é possível aferir a dificuldade da prossecução do objetivo, o custo de oportunidade que as decisões tendentes àquele resultado comportaram e, por fim, se os meios colocaram em causa o efetivo benefício procurado pela integração de fatores ESG. Apesar desta informação não integrar o relatório de remunerações, consta do relatório de sustentabilidade uma explicação minuciosa do contexto do desempenho

¹³⁵ Galp Energia, SGPS, 2022, *Política de remuneração dos membros dos órgãos sociais da Sociedade*, p. 5 a 7.

ESG. As métricas integradas na estrutura remuneratória são uma extensão dos objetivos de sustentabilidade da sociedade, pelo que permite aferir o desempenho ESG.¹³⁶

Mesmo a doutrina mais crítica e de outras geografias reconhece exemplos igualmente bem-sucedidos¹³⁷.

Dado o exposto, a recolha, tratamento e divulgação de informação são condições necessárias e existenciais para uma adequada integração de fatores ESG através da remuneração variável¹³⁸. Mas, se nos recordarmos, tal preponderância não é novidade entre as sociedades cotadas, há muito reconhecida. De facto, aponta-se uma regra de *full disclosure*, a fim de corrigir as assimetrias informativas entre os figurantes no mercado financeiro, possibilitando-lhes uma atuação que entendam razoáveis.

No domínio ESG, a divulgação tem seguido as normas de informação criadas por várias organizações sem fins lucrativos ativas em causas ambientais e sociais. Entre elas, tenha-se presente a Global Report Initiative, a *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure*, ou a *Sustainability Accounting Standards Board*¹³⁹.

Porém, é inevitável chamarmos a atenção ao legislador europeu que já interveio em matéria ESG, sendo a malha legal, atualmente, composta por três importantes instrumentos: SFDR, Regulamento da Taxonomia e a CSDR, esta última com especial relevo neste domínio. A CSDR obriga, entre outras entidades, todas as sociedades cotadas a utilizarem *standards* uniformizados para procederem ao reporte de sustentabilidade. Essa informação deverá ser suportada digitalmente e incluída no relatório de gestão — Capítulo de Sustentabilidade. Assim, a transposição da diretiva será a oportunidade ideal para fortalecer o canal de informação ESG, fortalecendo o sistema de governação societária, o que permite a plena funcionalidade da remuneração variável em função de métricas de desempenho ESG.

¹³⁶ Galp Energia, SGPS, 2022, *Jornada de sustentabilidade*, p. 14 a 13.

¹³⁷ BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto, 2022, pg. 27 e ss.

¹³⁸ Note-se que também o é noutra qualquer modo de integração.

¹³⁹ CIFRINO, David A., McDermott Will & Emery LLP, 2023, *The Rise of International ESG Disclosure Standards*, disponível em <https://shre.ink/akkK>.

Conclusões

Foi inevitável iniciar a análise com a governação societária, já no término é inevitável uma consideração prévia sobre os temas ESG. Há vários sintomas de que estes temas permanecerão na ordem do dia. Tenha-se por exemplo o aumento de decisões judiciais sobre esta matéria¹⁴⁰, entre elas, à cabeça, a condenação da Royal Dutch Shell PLC para reduzir as emissões de CO2 em 45% em 2030, em comparação com os níveis de 2019, através da política empresarial do grupo Shell¹⁴¹, o aumento da percentagem de investidores profissionais que aumentaram os seus investimentos ESG, em todo o mundo em 2023¹⁴², dos quais podemos sublinhar pela proximidade temporal, a decisão de lançamento de dois fundos de obrigações ESG pela Goldman Sachs Group, Inc.¹⁴³

Como já vimos, isso é causado pelo aumento da pressão de *stakeholders* e pelo agravamento das urgências ambientais. Com efeito, a integração destes fatores pelas sociedades a fim de enfrentar estes desafios é fundamental.

Chegados aqui, cumpre responder à pergunta feita no ponto de partida: a integração de fatores ESG na estrutura remuneratória impacta positiva ou negativamente no sistema de governação societária?

Entendemos que positivamente. Por dois motivos fundamentais, logicamente relacionados, pois o primeiro motivo é que a integração não causa problemas de agência; o segundo motivo é que a integração afina o instrumento de alinhamento de interesses a fim de mitigar novos problemas de agência.

Tal como analisado com exemplos práticos, o grau do risco de problemas de agência dá-se, sobretudo, por um sistema de governação societário incipiente quanto aos canais de informação. Como também ficou demonstrado, a verdade é que a prática consegue ultrapassar essas dificuldades, pelo que o problema, a existir, não é à conta da métrica ESG, é por conta de um sistema de governação societário frágil.

¹⁴⁰ World Business Council for Sustainable Development, 2023, disponível em <https://shre.ink/akGf>.

¹⁴¹ Tribunal de Haia, Processo ECLI:NL:RBDHA:2021:5339, disponível em <https://shre.ink/akGx>.

¹⁴² Nr. 129.

¹⁴³ SEGAL, Mark, *Goldman Sachs Launches New Green and Impact Bond Funds*, disponível em <https://shre.ink/akSV>.

Contudo, a análise feita, pensamos que pode levar ainda mais longe, na justa medida em que a integração terá um impacto positivo, precisamente porque afina o alinhamento de interesses.

Os planos remuneratórios surgiram, como vimos, para mitigar o risco de os administradores instrumentalizarem informação a fim de priorizarem interesses próprios, é certo, mas também surgiram para dissuadir uma gestão a curto prazo, a fim dos administradores serem premiados por resultados que em nada se refletiam a longo prazo. Ora, se há o entendimento generalizado de que os administradores precisam de um incentivo para prosseguirem objetivos a longo prazo, precisam certamente de incentivos para procurarem a maior sustentabilidade da sociedade. A integração de métricas de desempenho ESG permite precisamente criar esse incentivo. Aliás, de outra forma, o verdadeiro incentivo seria a valorização das participações sociais, fruto do *equity Pay*. Ora, da mesma forma que nem sempre a decisão mais lucrativa a curto prazo, o é a longo prazo, nem sempre a decisão mais lucrativa é também sustentável. Acontece é que este tipo de decisões comporta um risco elevado a longo prazo, à medida que a pressão dos *stakeholders* aumenta e que a urgência ambiental agrava.

Ora, a integração de indicadores de desempenho ESG na remuneração variável dos administradores beneficia a perspetiva de gestão de riscos ESG. De tal forma que incentiva os administradores a adotarem práticas mais sustentáveis e responsáveis, reduzindo a exposição da sociedade a riscos operacionais, legais, reputacionais, financeiros, entre outros, associados à crise ambiental e às preocupações dos *stakeholders*.

O impacto é positivo no sistema de governação societária, pois permite um alinhamento de interesses dissuasor de decisões que, por desconsiderarem os fatores ESG mais preponderantes para a sociedade, expõem a sociedade a um risco draconiano: o da sua insustentabilidade.

Bibliografia

1. AngloAmerican, 2022, *Integrated Annual Report 2021*.
2. AngloAmerican, 2023, *Integrated Annual Report 2022*
3. ARGANDOÑA, Antonio, 1998, *The Stakeholder Theory and the Common Good*, disponível em <https://shre.ink/akUu>.
4. BEBCHUK, Lucian Arye, FRIED, Jesse M., 2003, *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives* — Volume 17, Number 3 — Summer 2003 — Pages 71–92.
5. BEBCHUK, Lucian A., TALLARITA, Roberto, 2022, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, Law Working Paper n.º 671/2022.
6. BABENKO, Iлона, BENNETT, Bennett, BIZJAK, John M., COLES, Jeffrey L., SANDVIK, Jason J. 2022, *Clawback Provisions and Firm Risk*, *The Review of Corporate Finance Studies*.
7. BERLE, Adolph, MEANS, Gardner, 1932, *The modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace, and World.
8. CÂMARA, Paulo (2011), *Vocação e influência universal do corporate governance: Uma visão transversal sobre o tema*, in *O governo das Organizações, A vocação universal do corporate governance*, Paulo Câmara (Coord.), Governance Lab, Almedina.
9. CÂMARA, Paulo, (2018) *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 4.^a Edição.
10. CÂMARA, Paulo, *O Governo dos Bancos*, correspondente à versão escrita da comunicação apresentada no III Congresso de Direito Bancário.
11. Capitaland Ascendas Reit, 2023, *Annual Report 2022*.
12. CIFRINO, David A., McDermott Will & Emery LLP, 2023, *The Rise of International ESG Disclosure Standards*, disponível em <https://shre.ink/akkK>.
13. Clarkson Centre for Business Ethics, 1999, *Principles of Stakeholder Management*, The Joseph L. Rotman School of Management, Toronto.
14. CLARKSON, MARK, 1995, *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, *Academy of Management Review*, 20, 92-117.

15. COHEN, Shira, KADACH, Igor, ORMAZABAL, Gaizka, REICHELSTEIN, Stefan, 2023, *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, disponível em <https://shre.ink/aq8A>.
16. Committee on governmental affairs United States Senate, (2002) *Report Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs*.
17. Comunicado de Imprensa, 1999, UN-Secretary-General, Secretary-General Proposes Global Compact on Human Rights, Labour, Environment, in Address to the World Economic Forum in Davos, disponível em <https://shre.ink/aqUL>.
18. Comunicado da Cevian Capital, 2021, *Cevian Capital Requires ESG Targets in Management Compensation Plans*.
19. COOK, Martha, SAVAGE, Katherine, BARGE, Frederic, 2023, *Linking Executive Pay to Sustainability Goals*, in Harvard Business Review, disponível em <https://shre.ink/aq8x>.
20. DIAS, Carlos, 2023, *Governo não autoriza mais culturas permanentes de olival, abacate e frutos vermelhos*, Público, disponível em <https://shre.ink/aq8v>.
21. Deutsche Bank, 2023, *Annual Report*.
22. DOLŠAK, Nives, GRIFFIN, Jennifer J., PRAKASH, Aseem, 2022, *Is ESG Simply the Old CSR Wine in a New Bottle?*, REG. REV.
23. ECCLES, Robert, MAYER, Colin, STROEHLE, Judith, 2021, *The difference between Purpose and Sustainability*, disponível em <https://shre.ink/akiL>.
24. EDMANS, Alex, 2021, *Why Companies Shouldn't Tie CEO Pay to ESG Metrics*, Wall Street Journal, 27 de Junho, 2021.
25. EDMANS, Alex, 2021, *The dangers of sustainability metrics*, disponível em <https://shre.ink/aqeK>.
26. EDMANS, Alex, Fang, Vivian W., Huang, Allen H., 2022, *The long-term consequences of short-term incentives*, Journal of Accounting Research, Vol. 60 No. 3 June 2022.
27. EDMANS, Alex, 2023, *The end of ESG*, Financial Management, 52, 3 - 17, disponível em <https://shre.ink/aqrf>.
28. EDP - Energias de Portugal, S.A. (2021), *Política de remuneração 2021 a 2023*.

29. FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, (2005), JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J. (2004), *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>.
30. FREEMAN, Edward R., 2010, "*Strategic Management — A Stakeholder approach*", Cambridge University Press.
31. GADINIS, Stravos, AMELIA, Miazad, 2020, Corporate Law and Social Risk, 73 Vanderbilt Law Review, disponível em <https://shre.ink/aq7T>.
32. Galp Energias, SGPS, S.A., *Política de remuneração dos membros dos órgãos sociais*.
33. GALLOWAY, John, Vanguard, Inc., 2022, *Policy Insights on Executive Compensation*, disponível em <https://shre.ink/aqeV>.
34. GORDON, Jeffrey N., 2002, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, The University of Chicago Law Review, Summer, 2002, Vol. 69, No. 3, pp. 1233-1250.
35. Guerdon Associates, Southlea Group, Carrots Consulting, HCM International, 21st Century, MM&K, Farient Advisors, LLC, 2022, *Executive ESG pay is not relenting*
36. HART, Stuart L., SHARMA, Sanjay, 2004, *Engaging Fringe Stakeholders for Competitive Imagination*, The Academy of Management Executive, Vol. 18, No. 1.
37. HO, Virginia Harper, 2016, *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, disponível em <https://shre.ink/aFmV>.
38. HODGE, Frank, WINN, Amanda, 2012, *Do compensation clawback and holdback provisions change executive reporting choices?*, University of Washington.
39. KIRK, Stuart, 2022, *ESG must be split in two*, disponível em <https://shre.ink/aqr8>.
40. KRUEGER, Phillipp, SAUTNER, Zacharias, STARKS, Laura T., 2020), *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, disponível em <https://shre.ink/aqeF>
41. KUK, Kenneth, NEWBERRY, Robert, MONTECELOS, Manuel, ZHU, Xujing, 2022, *2022 Global Report on ESG Metrics in executive incentive plans*, Willis Towers Watson, disponível em <https://shre.ink/aq8V>.
42. LARCKER, David. F., TAYAN, Brian; WATTS, Edward M., 2021, *The seven myths of ESG*, Stanford Closer Look Series.

43. LINS, Karl V., SERVAES, Henri, TAMAYO, Ane, 2017, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*, disponível em <https://www.jstor.org/stable/26652553>.
44. LOPUCKI, Lynn M., 2021, *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, 55 UC DAVIS L. REV.
45. MAGNESS, Vanessa, 2007, *Who are the Stakeholders Now? An Empirical Examination of the Mitchell, Agle, and Wood Theory of Stakeholder Salience*, *Journal of Business Ethics* (2008) 83:177–192.
46. MITCHELL, Ronald K., AGLE, Bradley R., WOOD, Donna J., 1997, *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 4, pp. 853-886, disponível em <https://shre.ink/aqrX>.
47. Mota-Engil, SGPS, SA, *Política de Remunerações 2022*.
48. MURPHY, K., 1995, *Politics, Economics, and Executive Compensation*, *University of Cincinnati Law Review*, 63, 713, 722.
49. MYERS, Colin, CZARNEZKI, Jason J., 2021, *Sustainable business law? The key role of corporate governance and finance*, in *Environmental Law*, 2021, Vol. 51, No. 4 (2021), pp. 991-1040, disponível em <https://shre.ink/aS2J>.
50. O'CONNOR, Phillipa; GOSLING, Tom, 2021, *Paying well, by paying for good*, disponível em <https://shre.ink/aq8c>.
51. O'CONNOR, Phillipa, GOSLING, Tom, 2021, *Principles for Responsible Investment (2021), ESG-Linked Pay: What does the research say?*, disponível em <https://shre.ink/aq8W>.
52. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, (2018) *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina.
53. Orange S.A., 2023, *Integrated Annual Report*.
54. PAJUSTE, Anete, TONIOLO, Anna, 2022, *Corporate response to the war in Ukraine: stakeholder governance or stakeholder pressure?*, *Finance Working Paper N° 839/2022*, disponível em <https://shre.ink/aS2G>.
55. POLLMAN, Elizabeth, 2022, *The Making and Meaning of ESG*, *Research Paper n.º 22-23*.

56. RIBEIRO, Fátima (2015), *Remuneração dos Administradores e Boa Governança das Sociedades: “O Acórdão do STJ de 27 de Março de 2014- 2.2.4. Os meios de reação a remunerações excessivas”*, AB Instantia Revista do Instituto do Conhecimento AB, N°5, Ano III (2015), 13-44.
57. ROE, Mark J., 2021, *Corporate Purpose and Corporate Competition*, 99 WASH U. L. REV. 223.
58. SAP, 2023, *SAP Compensation Report 2022*.
59. SAP, 2023, *SAP Integrated Report 2022*
60. SERAFEIM, George, 2021, *ESG: Hyperboles and Reality*, Working Paper 22-031, disponível em <https://shre.ink/aS6A>.
61. SONNENFELD, Jeffrey, 2023, *Over 1,000 Companies Have Curtailed Operations in Russia—But Some Remain*, Yale School of Management.
62. SPIGGLE, Tom, 2021, *Unexpected Winners In McDonald’s Compensation Clawback Fight With Its Former CEO*, disponível em <https://www.forbes.com/>.
63. SPIERINGS, Merel, 2022, *Linking Executive Compensation to ESG Performance*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, disponível em <https://shre.ink/ae0>.
64. STARIK, Mark, 1994, “*The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory*”.
65. TEEFEY, Jennifer, BORNEMAN, John, MAZZONI, Matthew, YOO, Mira, VEALE, Jay, Semler Brossy, 2022, *ESG + Incentives*.
66. The Global Compact, *Who cares wins: connecting financial markets to a changing world*, 2004, disponível em <https://shre.ink/aqr0>.
67. THOMAS, Helen, 2022, *Climate is a supply chain problem that can’t be ignored*, Financial Times, disponível em <https://shre.ink/aFpX>.
68. VELTE, Patrick, 2016, “*Sustainable management compensation and ESG performance – the German case*”, in Journal Problems and Perspectives in Management.
69. Verizon, 2023, *Proxy Statement 2023*.
70. WALKER, David I. (2015), *The way we pay now: understanding and evaluating performance-based executive pay*, Law & Economics Working Paper No. 15-34.