

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

ESCOLA DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

&

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS



A Remuneração dos Administradores dos Bancos

FILIPA CRISTINA PEREIRA HENRIQUES

Agosto 2012

Mestrado em Direito e Gestão 2010 - 2012

Orientador: Mestre Paulo Câmara

I. INTRODUÇÃO	4
II. A RELEVÂNCIA ECONÓMICO-SOCIAL DO TEMA	6
III. O GOVERNO DOS BANCOS	8
A. A expansão do governo das sociedades (<i>corporate governance</i>) aos bancos ...	8
B. As especificidades da actividade bancária	10
C. A especificidade dos conflitos de interesses na banca	14
D. A relação do governo dos bancos com a crise financeira iniciada em 2007....	17
IV. A RELAÇÃO DA REMUNERAÇÃO COM O DESPOLETAR DA CRISE FINANCEIRA INICIADA EM 2007	19
E. Introdução – A estrutura de desincentivos da remuneração	19
F. A exposição excessiva dos bancos ao risco de crédito à habitação	21
G. A inadequação da estrutura da remuneração à nova natureza do risco assumido no período anterior à crise.....	22
V. ESPECIFICIDADES DECISÓRIAS E INFORMATIVAS	24
H. Comissão de Remuneração	24
I. <i>Say on Pay</i>	27
J. Divulgação da informação (<i>Disclosure</i>).....	30
VI. A ESTRUTURA DA REMUNERAÇÃO – PROPOSTAS TENDENTES A UMA ESTRUTURA ÓPTIMA DE INCENTIVOS.....	35
K. Remuneração baseada em acções (<i>Equity-Based Compensation</i>)	36
L. Bónus (<i>cash bonus</i>)	38
M. Dívida e swaps de crédito (<i>Credit default swaps</i>)	40
N. Diferimento de montantes da remuneração variável e cláusulas de reversão (<i>clawbacks clauses</i>)	41
O. A relação entre o governo societário e a regulação dos bancos.....	44
VII. A RELAÇÃO DA REMUNERAÇÃO COM O DESEMPENHO.....	47
P. Introdução – A remuneração pelo desempenho (<i>Pay for performance</i>)	47
Q. Remuneração pelo desempenho – novos desafios	49
VIII. CONCLUSÃO	52

ANEXO I – Principais abreviaturas e siglas	54
ANEXO II – Superioridade da remuneração no sector da banca	56
ANEXO III – Evolução da remuneração dos administradores dos bancos	57
ANEXO IV - Rácio entre a remuneração variável e a remuneração fixa dos administradores das sociedades cotadas em Portugal.....	58
ANEXO V – Estrutura da remuneração do BPI e do BES.....	60
ANEXO VI - Esquema de bónus	62
ANEXO VII – Relação entre a evolução da remuneração dos administradores dos bancos e a evolução do mercado.....	63
BIBLIOGRAFIA	64

I. INTRODUÇÃO

A política de remuneração dos administradores dos bancos tem sido, nas últimas décadas, um dos temas principais do debate internacional do governo das sociedades.

As duas crises financeiras da última década – a primeira despoletada pela vaga de falências encabeçada pela Enron (2001) e a segunda pelo rebentamento da bolha especulativa imobiliária (2007) que levou à queda de bancos como *Bear Stearns*, *Lehman Brothers*, *Merryl Lynch* ou *Northern Rock* – inflamaram a preocupação com a estrutura de incentivos da remuneração considerada, por muitos, como a principal causa da assunção excessiva de riscos, em particular, no seio das instituições financeiras.

Com efeito, na última década, as estruturas de desincentivo promotoras da assunção excessiva de riscos, nomeadamente a premiação dos ganhos de curto prazo e a remuneração pelo insucesso, foram continuamente apontadas como os principais factores do desalinhamento de interesses entre os *stakeholders* e os detentores do capital e os administradores e os reguladores.

Porém, apesar da política de remuneração continuar a ser um tema actual e controverso, objecto da mais variada literatura a nível internacional, a nível nacional não tem merecido a mesma atenção, sendo ainda poucos os autores que sobre ela se debruçam.

Paralelamente à doutrina, o panorama legislativo nacional que, nesta matéria, deu os primeiros passos pela mão da CMVM sob a forma de recomendações (2001), tem procurado acompanhar as mais recentes reformas internacionais. A este respeito, são de notar as várias revisões das recomendações e dos códigos de conduta entretanto operadas, bem como os dispositivos legais recentemente criados, sobretudo por meio da transposição de directivas comunitárias, e cujas regras progressivamente injuntivas denunciam um movimento de endurecimento do tratamento normativo da temática.

Com o presente trabalho, propõe-se a análise crítica da política de remuneração dos administradores dos bancos que contribuiu, em certa medida, para a crise financeira iniciada em 2007, bem como a consequente ponderação de uma estrutura óptima de incentivos.

Para o efeito, optou-se por se iniciar o presente estudo com o enquadramento económico-social da temática (capítulo II), seguido da análise, no capítulo III, da expansão do governo societário à actividade bancária, das suas especificidades e das consequentes particularidades dos conflitos de interesses na banca. Altura em que já se estará em condições de compreender a relação entre a remuneração dos administradores da banca e o despoletar da crise financeira iniciada em 2007 (capítulo IV). Não menos importante será a análise, no capítulo V, das especificidades decisórias e informativas no âmbito do processo de decisão da remuneração dos administradores dos bancos. O capítulo VI compreenderá uma abordagem crítica a vários elementos integrantes da estrutura de incentivos da remuneração dos administradores dos bancos, procurando apresentar-se aqui um breve contributo pessoal e, em especial, no capítulo VII. Já a produção normativa e recomendatória internacional, comunitária e nacional será abordada ao longo de todo o presente estudo, numa perspectiva crítica a propósito de cada item tratado dado que a estrutura de incentivos da remuneração, como grande parte das causas da presente crise, tem uma natureza não só económica, mas sobretudo jurídica.

II. A RELEVÂNCIA ECONÓMICO-SOCIAL DO TEMA

A política de remuneração dos administradores dos bancos é um tema fortemente controverso quer no plano económico, quer no plano social e, por isso, tem merecido a maior atenção a nível político e mediático.

De entre todos os sectores da economia, e não obstante as várias crises financeiras, o sector financeiro e, em particular, o sector da banca de investimento, é um dos que verifica o nível de remuneração mais elevado.^{1 2}

Do ponto de vista económico, a questão principal reside em saber se os níveis de remuneração, que têm aumentado progressivamente nos últimos 30 anos^{3 4}, são ou não excessivos, se podem, por meio da eventual distorção de incentivos, extrair valor dos accionistas a favor dos administradores e ter consequências na economia e se devem, por isso, ser objecto de regulação.

À semelhança do que acontece internacionalmente, a nível nacional os bancos opõem-se tradicionalmente ao estabelecimento de limites à remuneração, enquanto escândalos, como a insolvência do BPP ou a nacionalização do BPN e, mais recentemente, as pensões dos administradores do BdP e a remuneração dos administradores da CGD no BPN, revoltam, diariamente, a opinião pública que considera os níveis remuneratórios afrontosos na actual conjuntura de recessão económica marcada por cortes salariais e desemprego que têm levado cada vez mais pessoas a viver abaixo do limiar da pobreza.

Por sua vez, a nível social, a remuneração dos administradores dos bancos suscita questões como a da justeza e a da justiça dos seus níveis num contexto de responsabilidade corporativa que apela à sustentabilidade económica, ambiental e social

¹ Cf. anexo II

² CELERIER, Claire, *Compensation in the Financial Sector: Are all Bankers Superstars?*, pp. 3-5, 16-31. A autora justifica a referida superioridade com a existência de um prémio que decorreria da elevada sensibilidade e consequente competitividade do sector financeiro pela captação e fidelização dos trabalhadores mais especializados, entendendo, por isso, que a eventual regulação da remuneração no sector financeiro, através, por exemplo, da restrição dos bónus, não teria qualquer impacto.

Por sua vez, em PHILIPPON, Thomas & RESHEF, Ariell, *Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909 – 2006*, pp. 29-31, os autores atribuem o crescimento da procura por trabalhadores altamente especializados à desregulação financeira, às actividades financeiras relacionadas com os IPOs e ao risco de crédito.

³ JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, pp. 23-34

⁴ Cf. anexo III

(*triple bottom line*)⁵ do banco e segundo a qual o nível de remuneração deve assentar numa preocupação ética e permanente do banco em ouvir e considerar os interesses dos seus *stakeholders* ⁶ e reguladores.

⁵ NORDBERG, Donald, *Corporate Governance: Principles and Issues*, pp. 182-190

⁶ Sobre a posição dos *stakeholders* na sociedade anónima, vd. GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, pp. 86-104

III. O GOVERNO DOS BANCOS

A influência do governo societário dos bancos e, em particular, da remuneração dos seus administradores, na origem da actual crise financeira é controversa⁷, no entanto o intenso desenvolvimento recomendatório e normativo nesta área revela bem o seu interesse, se não como causa da crise, certamente como parte da sua solução.

Segue-se, assim, uma abordagem prévia às características da governação societária dos bancos e, em especial, aos factores determinantes da sua especificidade, para que se possa compreender, posteriormente, o relevo da remuneração no âmbito do governo dos bancos e, conseqüentemente, como instrumento de superação da presente crise.

A. A expansão do governo das sociedades (*corporate governance*) aos bancos

O governo societário surgiu para regular as sociedades cotadas, mas, enquanto fonte de valor e competitividade, tem-se estendido gradualmente a um universo transversal de temas e organizações, em especial aos bancos, por ser idóneo à promoção da melhoria do seu desempenho e à maximização da sua capacidade de financiamento externo.

A recente produção normativa nacional é exemplo da progressiva expansão dos deveres de boa governação aos bancos, não obstante a falta de uma visão de conjunto sobre o tema⁸ e a ausência de recomendações nacionais, em matéria bancária, como, por ex., a criação de um código de governo societário dos bancos⁹.

Entre a referida produção normativa, destacam-se os requisitos gerais de actividade das instituições de crédito que devem apresentar dispositivos sólidos de governo societário,

⁷ADAMS, Renée, *Governance and the Financial Crisis*, pp. 11-14

MÜLBERT, Peter O., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, pp. 7-9

⁸BORGES, Sofia Leite, *O Governo dos Bancos*, pp. 277-279

⁹CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, p. 14

processos de gestão de risco, mecanismos adequados de controlo interno e políticas de remuneração adequadas a uma gestão sã e prudente dos riscos.¹⁰

Do RGICSF decorrem, ainda, deveres de informação dos bancos ao BdP sobre o cumprimento dos referidos dispositivos, procedimentos e mecanismos de governo, cabendo, por sua vez, ao BdP supervisionar a adopção dos mesmos, podendo exigir o seu reforço no caso da instituição de crédito não cumprir as normas que disciplinam a sua actividade.¹¹

A par da lei bancária, enquanto fonte de deveres de boa governação, destacam-se, também, os Avisos e Instruções do BdP, bem como o CSC, cujos deveres têm sido progressivamente aplicados ao governo dos bancos.

Porém, não é a generalização automática e acrítica dos padrões de governo societário, criados originariamente para as sociedades cotadas, aos bancos que promove a melhoria do seu desempenho (“*one size does not fit all*”).¹²

Sustentando a ideia de que não existe um modelo único de bom governo societário, mas que o mesmo deve ser graduado e diferenciado, a lei bancária exige completude e proporcionalidade dos dispositivos, procedimentos e mecanismos de governo relativamente “à natureza, nível e complexidade das actividades de cada instituição de crédito”¹³, bem como na aplicação dos princípios sobre políticas de remuneração¹⁴.

De facto, a produção recomendatória e legislativa em matéria de governação deve, à luz do princípio da proporcionalidade, considerar os problemas específicos de governo dos bancos associados à natureza e à complexidade da sua actividade, à sua dimensão, à sua estrutura organizativa, ao seu elevado risco sistémico e, ainda, à particularidade dos conflitos de interesses que assumem uma natureza matricial no sector bancário onde há maiores necessidades de confiança relacionadas com a natureza e os níveis de investimento subjacentes¹⁵.

¹⁰ Arts. 14º, nº 1, als. f) a i) e 17º, nº 1, al. f) e nº 2 do RGICSF

¹¹ Arts. 120º, nº 1, al. i) e 116º-C, nº 1 e 2, al. b) do RGICSF

¹² CÂMARA, Paulo, cit. 9, pp. 16-18

¹³ Art. 17º, nº 1, al. f), *in fine* do RGICSF

¹⁴ Nº 24 do Anexo XI do DL nº 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL nº 88/2011)

¹⁵ CÂMARA, Paulo, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: Uma Visão Transversal Sobre o Tema*, pp. 40-42

Por conseguinte, a administração deve conhecer a estrutura operacional da sua instituição (“*know your structure*”¹⁶) de modo a assegurar permanentemente a adequação e a eficácia dos modelos de governo, dos sistemas de gestão de risco e das políticas de remuneração, em cada momento adoptados.

B. As especificidades da actividade bancária

A actividade bancária apresenta um conjunto de especificidades que a diferenciam da actividade das demais sociedades comerciais e que justificam a autonomização do governo societário dos bancos.

A principal actividade do banco, instituição de crédito¹⁷, é a intermediação, ou seja, angaria depósitos e concede empréstimos, não obstante a sua vocação universal ao nível da prestação dos serviços financeiros enumerados na Lei¹⁸.

A actividade bancária é, sobretudo, uma actividade de gestão permanente e necessária de um conjunto de riscos, com vista à maximização do valor accionista, e que se deve revelar sã e prudente¹⁹. Dada a existência do risco de falha do sistema de gestão e controlo do banco (risco operacional), os bancos estão obrigados a informar o BdP sobre os “*riscos em que incorrem*”, as “*práticas de gestão e controlo dos riscos a que estão ou possam vir a estar sujeitas*” e “*a eficácia dos seus controlos internos*”²⁰.

Uma das principais características dos bancos consiste no seu elevado nível de endividamento²¹ e, conseqüentemente, na crucialidade do seu risco de crédito (quer enquanto probabilidade do cliente não pagar pontualmente os juros e o capital mutuado,

¹⁶ EBA, *EBA Guidelines on Internal Governance*, pp. 18-19

¹⁷ Art. 3º do RGICSF

¹⁸ Arts. 4º do RGICSF e 289º a 291º do CVM

¹⁹ Art. 118º do RGICSF

²⁰ Art. 120º, nº 1, als. b), c) e g) do RGICSF

²¹ Os bancos apresentam uma estrutura de capital maioritariamente constituída por dívida porque esta tem, no banco, uma função de produção, diferentemente do que acontece nas instituições não financeiras em que a dívida é, essencialmente, fonte de financiamento. De facto, a taxa de juro associada aos depósitos é consideravelmente inferior à taxa recebida pelos empréstimos e, por isso, os lucros do banco aumentam na mesma proporção do crédito concedido. Por conseguinte, no caso dos bancos e contrariamente ao proclamado pela teoria de *Modigliani-Miller*, a dívida e o capital próprio não têm os mesmos custos. MEHRAN, Hamid, MORRISON, Alan & SHAPIRO, Joel, *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?*, p. 4

quer enquanto possibilidade da contraparte no mercado interbancário não cumprir as suas obrigações²²). Com efeito, estudos²³ referem que, enquanto nas instituições não financeiras a dívida tende a ter um peso médio de 40%, já nos bancos cerca de 90% do seu balanço é constituído por dívida, podendo chegar, no caso dos maiores bancos, aos 95%.

Considerando o elevado risco sistemático envolvido no sector bancário decorrente da profunda interligação dos bancos entre si (dado que a maioria do volume de negócios do banco é feita com outros bancos), alguns autores propõem a diminuição do peso da dívida na estrutura de capital do banco para os 47%, média do sector empresarial.²⁴

Note-se, ainda, que o risco sistemático ganha especial relevo na actual economia monetária e bancarizada (onde os bancos detêm o monopólio das operações económicas que são efectuadas através da moeda que circula quase exclusivamente através da conta bancária) e onde há interdependência de fundos.

Outra especificidade da actividade bancária consiste no seu elevado risco de liquidez (*funding*). Enquanto as principais fontes de financiamento do banco têm um carácter de curto prazo (a maioria do passivo, constituído por depósitos, é volátil na medida em que as retiradas de fundos pelos depositantes são incertas, gerando incerteza relativamente ao momento e montante das saídas de dinheiro), já o activo do banco (maioritariamente constituído por empréstimos) assume um cariz de médio/longo prazo, em função do qual o banco recebe periodicamente apenas um pagamento regular por parte dos devedores²⁵. Por isso, se impõe aos bancos o dever de informar o BdP do seu grau de liquidez e solvabilidade²⁶.

Com efeito, casos como o do *Northern Rock* demonstram que, com um passivo marcadamente líquido e um activo fortemente ilíquido, podem ocorrer situações em que o activo corrente do banco não seja suficiente para cobrir o passivo corrente e, atenta a

²² Note-se que a opacidade do balanço dos bancos torna difícil que os mesmos consigam aceder ao nível de risco de outros bancos.

²³ MEHRAN, Hamid, MORRISON, Alan & SHAPIRO, Joel, cit. 21, p. 3
BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, *Bank Executive Compensation and Capital Requirements Reform*, p. 32

²⁴ Idem

²⁵ TUNG, Frederick, *Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation*, pp. 6-7

²⁶ Art. 120º, nº 1, al. a) do RGICSF

essencialidade da confiança do público, o risco reputacional ganha neste contexto muita importância como bem ilustram as consequências da falta de confiança global precipitada pela falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*²⁷.

Por outro lado, o desenvolvimento, nas duas últimas décadas, do mercado de capital forneceu aos bancos novos instrumentos de assunção e gestão de riscos, nomeadamente a titularização e derivados financeiros (como por ex., os *swaps*), cujos riscos, na opinião de alguns autores²⁸, não são totalmente contabilizados no balanço, enfraquecendo, assim, o papel da informação contabilística enquanto instrumento de avaliação da exposição do banco aos vários riscos que se tornaram, conseqüentemente, mais difíceis de detectar pelos reguladores. Efectivamente, estes novos instrumentos financeiros proporcionaram aos bancos a alteração mais fácil do nível de risco dos seus activos, expondo-os, todavia, a maior variação da moeda (risco cambial), das acções e das *commodities*.

Assim se compreende que os bancos tenham o dever de informar o BdP sobre os “*riscos em que incorrem, incluindo o nível de exposição a diferentes tipos de instrumentos financeiros*” e sobre as “*metodologias adoptadas na avaliação dos seus activos, em particular daqueles que não sejam transaccionados em mercados de elevada liquidez e transparência*”.²⁹

O aumento da complexidade e opacidade da actividade bancária é, ainda, agravado pela informação decorrente das notações de crédito uma vez que as agências de *rating* discordam muito mais entre si quanto às notações das obrigações emitidas pelos bancos do que quanto às emitidas por sociedades não financeiras.³⁰

Ademais, existe uma indefinição progressiva das classificações tradicionais de tipos de instituições por tipo de risco assumido devido, por um lado, aos novos instrumentos financeiros e, por outro, à entrada em mercados uns dos outros. De facto, assistiu-se nos últimos anos ao surgimento de novos tipos de instituições (por ex., *hedge funds*) e à

²⁷ A falta de confiança global precipitada pela falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*, em Setembro de 2008, precipitou o encerramento do mercado interbancário (os bancos da Zona Euro, por exemplo, deixaram de emprestar dinheiro entre si), bem como a liquidação de activos em massa. Todos os segmentos do mercado financeiro foram afectados (o preço quer das acções, quer das obrigações emitidas pelos bancos registou quedas acentuadas).

²⁸ CAREY, Mark & STULZ, René, *The Risks of Financial Institutions*, pp. 4 e 8-10

²⁹ Art. 120º, nº 1, als. b) e d) do RGICSF

³⁰ MEHRAN, Hamid, MORRISON, Alan & SHAPIRO, Joel, cit. 21, p. 5

expansão da actividade bancária a outras áreas de negócio, promovendo o crescimento do número de actividades bancárias e a maior exigência de conhecimentos técnicos e científicos. Em contrapartida, a actividade bancária tem sido usurpada por instituições não bancárias que levaram ao aparecimento de riscos não regulados nem seguros.³¹

A referida progressiva opacidade permitiu o aumento da concessão de empréstimos de qualidade dificilmente observável a pessoas que *a priori* não tinham capacidade para cumprir com as suas obrigações.

Os bancos caracterizam-se, ainda, por investir noutros activos de qualidade dificilmente determinável, tais como em obrigações titularizadas, em obrigações titularizadas assentes em *pools* heterogéneas de activos e em *swaps* de risco de crédito.

Note-se que a presença de investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensões, seguradoras) e cuja participação tem aumentado nas duas últimas décadas, aumenta igualmente o nível de risco do banco (*strong blockholders*, *weak owners*). Com efeito, os fundos têm presença em diversos mercados, possibilitando às entidades que os controlam o exercício de uma influência muito significativa no preço das acções em que investem, bem como naqueles mercados de controlo accionista, com um custo muito inferior ao que seria necessário para a detenção de um domínio directo de tais empresas.³²

Outra especificidade dos bancos advém, igualmente, da maior multiplicidade e número de *stakeholders*³³. Accionistas, credores (maioritariamente depositantes) e detentores de dívida subordinada são partes interessadas no desempenho e na solidez financeira do banco. Também o FGD³⁴ e, em geral, o governo detêm um interesse económico na

³¹ Ibid, pp. 1-2

³² HOPT, Klaus J., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, pp. 15-16

³³ No ordenamento português, aparecem reconhecidos no art. 64º, nº 1, al. b) do CSC.

³⁴ Note-se que o interesse dos depositantes é, em certa medida, mitigado pela existência de fundos de garantia de depósitos:

- nos E.U.A., destaca-se o FDIC, que tem como função, em caso de insolvência do banco, assegurar os depósitos dos seus bancos-membros desde que o tipo de produto comercializado pelo banco seja assegurado e o montante se encontre dentro dos limites: \$100.000 por depositante (em 3 de Outubro de 2008, o *Emergency Economic Stabilization Act* subiu temporariamente o limite para \$250.000 tendo voltado a \$100.000 depois de 31 de Dezembro de 2009). TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 8-11

- na Europa, a Directiva 2009/13/CE, alterando a Directiva 94/19/CE, aumentou em 31 de Dezembro de 2010, para €100.000 o nível de cobertura que já tinha passado de €20.000 para €50.000 em 30 de Junho de 2009. MÜLBERT, Peter O., cit. 7, pp. 12-13

- em Portugal, o DL nº 119/2011 estabeleceu, de forma permanente, em € 100 000, o limite legal da garantia do reembolso de depósitos.

prevenção da insolvência de um banco, especialmente no caso de bancos de grande dimensão e com elevado risco sistémico, uma vez que o Estado, para além de garante dos depósitos, cabe-lhe, em caso de insolvência do banco, regular e corrigir as consequentes externalidades negativas através, sobretudo, do aumento de impostos³⁵. Por isso, se compreende que o regime de recapitalização dos bancos com recurso a capitais públicos esteja sujeito a restrições em matéria de governo societário resultantes da Lei n° 63°-A/2008.

C. A especificidade dos conflitos de interesses na banca

Em resultado das especificidades da actividade bancária, o banco apresenta um conjunto de particularidades que autonomizam diferentes conflitos de interesses. O banco, ao contrário de grande parte das sociedades, actua num mercado regulado, a sua estrutura de capital é grandemente constituída por dívida e apresenta uma maior complexidade do problema de agência comparativamente às sociedades que não são bancos.

Em primeiro lugar, nos sistemas caracterizados pela dispersão do capital social do banco por um grande número de accionistas, existe uma efectiva separação entre propriedade e controlo, nos termos da qual os ganhos e as perdas não se repercutem com a mesma intensidade nos accionistas e nos administradores (para estes, os ganhos potenciais são praticamente ilimitados e as perdas acarretam, no pior dos casos, apenas a perda da componente variável da remuneração), propiciando a tendência dos administradores para a construção de impérios pessoais, para atitudes predatórias e para afectar activos da empresa a despesas pessoais.

Por conseguinte, a motivação do agente pode não coincidir com os interesses de maximização do valor a longo prazo do principal, colocando menos vigilância e zelo na administração do património deste, sobretudo, quando a sua remuneração baseada em acções premeie ganhos de curto prazo e nos casos de *end games* em que o administrador sabe que vai deixar o banco (por reforma ou mudança para um novo cargo) antes que o risco se materialize. Saliente-se que, com o intuito de precaver conflitos de interesses, o

³⁵ MEHRAN, Hamid, MORRISON, Alan & SHAPIRO, Joel, cit. 21, p. 3
TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 11-12

RGICSF proíbe a concessão de crédito a membros dos órgãos sociais e a intervenção destes na “*apreciação e decisão de operações em que sejam directa ou indirectamente interessados os próprios, seus cônjuges, parentes ou afins em 1º grau, ou sociedades ou outros entes colectivos que uns ou outros directa ou indirectamente dominem*” e exige a idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização³⁶.

Em segundo lugar, a particularidade da estrutura de capital dos bancos, maioritariamente constituída por dívida, dá aso a problemas específicos³⁷. Enquanto os accionistas gostam de volatilidade e preferem investimentos mais arriscados (betas mais elevados), os credores são avessos ao risco, preferindo uma perspectiva de longo-prazo uma vez que o retorno do endividamento é assimétrico: se os investimentos forem bem-sucedidos, os accionistas têm ganhos enquanto os credores recebem apenas o montante da dívida; se forem mal-sucedidos, a perda dos accionistas reduz-se apenas ao montante investido enquanto alguns credores não serão pagos³⁸. No entanto, os gestores, por serem menos diversificados que os accionistas, podem optar por investimentos de baixo risco, prosseguindo consequentemente o interesse dos *stakeholders / debtholders*, o que podem também fazer quando a regulação o imponha ou simplesmente para proteger a sua posição e reputação³⁹.

Em termos gerais, o problema de agência surge, por um lado, porque o agente dispõe de informação privilegiada e de conhecimentos especializados, encontrando-se, por conseguinte, numa posição de domínio (dada a confiança nele depositada) que lhe permite explorar a sua vantagem informativa, servindo os seus próprios interesses através de um comportamento oportunista (*moral hazard*); por outro, o principal (accionistas, credores e reguladores) depara-se com dificuldades na mitigação do risco moral na medida em que, por um lado, não consegue monitorar completamente as actividades do agente por ser impossível ou muito dispendioso (sindicabilidade imperfeita) e, por outro, existem elevados custos de transacção envolvidos na celebração de contratos completos⁴⁰. Ademais, no caso particular dos bancos, esta tarefa é ainda mais difícil visto que uma parte significativa dos credores são depositantes

³⁶ Respectivamente, arts. 85º e 86º e 30º a 33º do RGICSF

³⁷ MILGROM, Paul & ROBERTS, John, *Economics, Organization and Management*, pp. 183-184

³⁸ TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 6-7

³⁹ CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia & MOLYNEUX, Philip, *Introduction to Banking*, pp. 12-13

⁴⁰ MILGROM, Paul & ROBERTS, John, cit. 37, pp. 126-131

dispersos e segurados pelo governo, o que os torna indiferentes à assunção de risco pelos seus bancos, inibindo a disciplina de mercado⁴¹.

Além disso, no caso concreto dos bancos, o valor dos contratos e produtos financeiros, que são maioritariamente a longo-prazo, não pode ser determinado com certeza no momento em que são feitos ou comprados pelo que o principal se depara com a dificuldade de não conseguir verificar e antecipar o valor dos mesmos (o valor dos retornos futuros dos investimentos, o montante do pagamento de empréstimos ao qual é inerente um certo risco de incumprimento) (*lemon problem*), sendo ainda que a informação adquirida antes do contrato pode deixar de ser relevante durante o curso do contrato se as condições e circunstâncias se alterarem⁴².

Acresce que, numa estrutura accionista dispersa, ao accionista que é o “*ultimate risk-bearer*”, só lhe interessará o valor das acções e dos dividendos, apartando-se da função de avaliar a assunção excessiva de risco ou de zelar pelos interesses dos credores que no caso de serem pequenos e diversificados não se pode tampouco de eles esperar que zelem por uma boa governação⁴³. Note-se, ainda, que os incentivos para a assunção de risco intensificam-se à medida que o banco se aproxima da insolvência visto que o banco pode sempre aumentar o capital através de mais dívida, bastando, para isso, aumentar as taxas de juro dos depósitos⁴⁴.

Portanto, enquanto nas sociedades que não são bancos, o foco dos conflitos de interesses reconduz-se, essencialmente, à assimetria informativa entre os accionistas e os gestores; nos bancos, a assimetria informativa verifica-se, ainda, entre os depositantes, o banco e o regulador, entre os accionistas, os gestores e o regulador, e entre os credores, os gestores e o regulador.⁴⁵

O objectivo do governo societário é gerir essa teia de relações no sentido de providenciar uma estrutura, ao nível da organização, do controlo de riscos e da política remuneratória, adequada à prossecução dos objectivos do banco, à preservação da sua reputação e à garantia da sua continuidade. Em concreto, trata-se de garantir que o

⁴¹ TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 8-11

⁴² CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia & MOLYNEUX, Philip, cit. 38, pp. 12-13

⁴³ HOPT, Klaus J., cit. 32, pp. 15-17

⁴⁴ TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 8-11

⁴⁵ CIANCANELLI, Penny & REYES-GONZALEZ, José Antonio, *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*, pp. 6-7

gestor, agindo com base na lealdade e diligência, maximize o valor de longo prazo dos accionistas (*shareholder primacy*), não assumindo níveis de risco abaixo do desejado pelos mesmos nem acima do desejável pelo regulador. Neste contexto, a remuneração oferecida pelo principal ao agente pode ser uma fonte determinante de incentivos⁴⁶ para os gestores actuarem “*as if they had the shareholders’ interests at heart*”, alinhando os interesses dos gestores com os dos accionistas de modo a que assunção de risco assente em projectos geradores de *cash flows* positivos⁴⁷.

D. A relação do governo dos bancos com a crise financeira iniciada em 2007

A existência de falhas ao nível do governo dos bancos e a sua relação com a emergência e propagação da crise financeira são questões, ainda hoje, objecto de controvérsia.

Alguns estudos⁴⁸ responsabilizam as práticas pró-accionistas pela assunção excessiva de risco, demonstrando que os bancos com maior alinhamento de interesses entre administradores e accionistas verificaram um desempenho pior durante a crise.

Ao mesmo tempo, reconhecem-se outras falhas ao nível do governo dos bancos e a sua contribuição directa para a crise. Apontam-se, nomeadamente, deficiências ao nível da identificação, da gestão e do controlo interno do risco envolvido na actividade bancária (risco de liquidez, de crédito, de mercado, operacional e reputacional); a falta de qualificação e experiência dos administradores; a responsabilidade mal definida em estruturas de grupo complexas e opacas; incentivos perversos (*maxime*, a remuneração que privilegia ganhos de curto prazo); e a insuficiência de transparência e divulgação de informação⁴⁹.

⁴⁶ MCMILLAN, John, *Games, Strategies, and Managers: How managers can use game theory to make better business decisions*, pp. 91-105

⁴⁷ VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, *CEO Bonus Compensation and Bank Default Risk: Evidence from the U.S. and Europe*, pp. 4-5

⁴⁸ BELTRATTI, Andrea & STULZ, René M., *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, pp. 2-22

CARNEY, John, “*Better*” *Corporate Governance Made Banks Riskier*

⁴⁹ HOPT, Klaus J., cit. 32, pp. 9-13

O governo dos bancos pode, também, ter constituído uma fonte endógena de risco sistémico na medida em que o sistema *lend of last resort*, promovendo o *bail out* indiscriminado de bancos, incentivou o aumento da assunção de risco dos seus accionistas. Também a desregulação do sector financeiro, acentuada a partir dos anos 90, fomentou o aumento do risco sistémico, ao deslocar o poder de decisões importantes para o mercado e ao liberalizar o crédito⁵⁰.

⁵⁰ CIANCANELLI, Penny & REYES-GONZALEZ, José Antonio, cit. 45, pp. 10-11 e 17-19

IV. A RELAÇÃO DA REMUNERAÇÃO COM O DESPOLETAR DA CRISE FINANCEIRA INICIADA EM 2007

E. Introdução – A estrutura de desincentivos da remuneração

À semelhança do que ocorre com a relação entre o governo dos bancos e a origem da crise financeira, também a relação desta com o tema concreto da remuneração é controversa.

Sobre a emergência da crise financeira, alguns autores afirmam que, já no período anterior à mesma, existiam evidências suficientes que previam o desmoronamento dos mercados, assim como era conhecida a assunção excessiva de risco pelos bancos e que, portanto, a *subprime mortgage crisis* nunca foi uma surpresa.⁵¹

Contrariamente, outras vozes afirmam que a serem conhecidos os níveis de risco que estavam a ser assumidos bem como as suas consequências, os administradores teriam vendido as suas acções antes do despoletar da crise, facto que não aconteceu, como bem demonstram as perdas sofridas na ordem dos \$30M.⁵²

Porém, o facto é que na esteira de alguns estudos, entre 2000 e 2008, os administradores venderam duas vezes mais acções dos respectivos bancos do que as que compraram (incluindo o exercício de opções de compra), sendo que o valor das acções dos bancos vendidas foi cem vezes maior que o seu valor de compra (\$3467M contra \$36M).⁵³

⁵¹ BHATTACHAYYA, Sugato & PURNANANDAM, Amiyatosh, *Risk-Taking by Banks: What Did We Know and When Did We Know It?*, pp. 8-30

⁵² FAHLENBRACH, Rüdiger & STULZ, René, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, pp. 22-25, 39. Os autores, com base em dados pertencentes a 98 empresas, disponibilizados na base de dados da *Standard and Poor's*, socorrem-se, ao abrigo da *Culture of Ownership*, da ideia de que a titularidade de uma porção significativa de acções do banco por parte dos seus CEOs (*stock ownership*) é capaz de alinhar os seus interesses com os de longo prazo dos accionistas e, desse modo, retrair os incentivos daqueles CEOs em aumentar a sua remuneração através da assunção excessiva de risco assente na concessão de crédito.

⁵³ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 4, 15-19. Os autores baseiam as suas conclusões em dados pertencentes às 14 maiores instituições financeiras estadunidenses.

Observe-se que no caso concreto dos bancos *Bear Stearns* e *Lehman Brothers*, os CEOs venderam, nos anos precedentes à crise, mais acções do que as que detinham em 2008. BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, pp. 13-18

Diferentemente, outro sector da literatura⁵⁴ assegura que, independentemente do volume de acções detidas, a remuneração dos administradores nunca deixou de estar positivamente correlacionada com a assunção de risco.

Não obstante a controvérsia, a remuneração dos administradores, de entre as diversas causas apontadas à crise financeira, é a que tem sido objecto de mais reformas.

Grande parte da literatura responsabiliza a estrutura de incentivos da remuneração dos administradores pela aprovação de projectos com VAL negativo que largamente os beneficiou em detrimento dos interesses de longo prazo dos accionistas (*Managerial Incentives Hypothesis*).⁵⁵

Segundo este entendimento, a estrutura de remuneração baseada no desempenho teria proporcionado aos administradores o ganho de somas astronómicas providas, por um lado, do exercício de opções de compra e da venda de acções e, por outro, de bónus conseguidos através não somente do incremento de ganhos de curto prazo, como também da ausência de cláusulas de reversão (*clawback clauses*) mesmo que, posteriormente, os ganhos fossem considerados ilusórios e as perdas massivas.

Contrariamente, alguns autores, na esteira da *Unforeseen Risk Hypothesis*, referem que os administradores acreditavam estar a agir no interesse de longo prazo dos accionistas e que o fraco desempenho dos bancos durante a crise resultou, antes, de uma série de erros (nomeadamente, excesso de optimismo e incapacidade de avaliação de riscos) que conduziu a estratégias de investimento que não faziam prever as perdas posteriormente sofridas.⁵⁶

⁵⁴ CHENG, Ing-Haw, HONG, Harrison & SCHEINKMAN, Jose, *Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking*, pp. 20-23

⁵⁵ BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse, *Executive Compensation as an Agency Problem*, pp. 14-22

BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, pp. 8-23

BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, cit. 53, pp. 5-27

BHAGAT, Sanjai & BOLTON, cit. 23, pp. 5-11. Os autores ilustram a referida ideia com um projecto que apresenta, com a mesma probabilidade, cinco cash flows de \$500Milhões e um sexto cash flow, sabido pelo CEO (detentor de informação privilegiada) como sendo de -\$5Biliões (logo, com VAL negativo), mas pelo mercado como sendo, apenas, de -\$1Bilião (e, portanto, com VAL positivo). O CEO, por deter uma proporção significativa de acções do banco que pode vender sem qualquer restrição, aprovará o projecto, mesmo consciente de que tem um VAL negativo, pois proporcionará, com muita probabilidade (5/6 = 83%), ganhos nos primeiros anos, período em que o CEO liquidará grande parte das suas acções por um preço mais alto (*amount of money off the table*) porque valorizadas, entretanto, pelo mercado que considera o projecto positivo. Por sua vez, os accionistas terão, no longo prazo, um retorno negativo.

⁵⁶ FAHLENBRACH, Rüdiger & STULZ, René, cit. 52, pp. 8-26

F. A exposição excessiva dos bancos ao risco de crédito à habitação

Nos E.U.A., entre 2000 e 2006, o fomento do crédito bancário à habitação, nomeadamente a famílias de escassos recursos, e, portanto, mais propensas ao incumprimento, o incremento das práticas de titularização dos empréstimos e o aumento da volatilidade dos activos através do incremento da alavancagem alteraram a natureza do risco assumido pelos bancos: o risco idiossincrático diminuiu e o sistemático aumentou mais do que proporcionalmente.

Por sua vez, a interconexão dos mercados financeiros permitiu que a titularização propagasse o risco de crédito a mercados mais vastos, incluindo os europeus.

Apesar dos ganhos proporcionados pelo aumento da originação de empréstimos, os bancos, sofreriam, posteriormente, perdas superiores. De facto, estudos demonstram que, entre 2004 e 2005, houve um aumento significativo da taxa de incumprimento dos empréstimos concedidos e da colateralização, e uma descida do tempo despendido na análise de cada empréstimo (indicativo do esforço colocado pelo analista de crédito na detecção da qualidade do empréstimo).⁵⁷

O crescimento do sector bancário entre 2000 e 2006, a fixação de objectivos numa perspectiva de risco total (na medida em que a redução do risco idiossincrático abriu espaço à assunção de mais risco sistemático), a existência de medidas relaxativas e o progressivo abandono das políticas tradicionais conservadoras de concessão de empréstimos conduziram, também, ao incremento da dependência dos bancos em relação às condições macro-económicas (na medida em que quer a relação entre empréstimo e valor do activo, quer os empréstimos concedidos a famílias de baixo rendimento são mais vulneráveis à conjuntura económica).⁵⁸

Todavia, o aumento da exposição ao risco de crédito à habitação não proporcionou aos accionistas maiores *cash flows* que compensassem os altos níveis de risco sistemático assumidos. Com efeito, se houve um aumento dos GPA para os bancos dedicados

FRIEDMAN, Jeffrey, *Bank Pay and the Financial Crisis*, Wall St. J. Online

NORRIS, Floyd, *It May Be Outrageous, But Wall Street Pay Didn't Cause This Crisis*, N. Y. Times

⁵⁷ AGARWAL, Sumit & WANG, Hefei, *Perverse Incentives at the Banks? Evidence from a Natural Experiment*, pp. 3 e 17-18

⁵⁸ BHATTACHAYYA, Sugato & PURNANANDAM, Amiyatosh, cit.51, pp. 8-12

sobretudo ao crédito à habitação, nomeadamente no período entre 2003 e 2005 (período em que foi mais pronunciada a concessão de crédito à habitação a famílias de baixo rendimento), o efeito positivo das actividades relacionadas com a concessão de crédito à habitação começou a diminuir consideravelmente em 2006. E, não obstante os bancos verificarem retornos positivos das acções entre 2000 e 2006, verifica-se um declínio a partir de 2004.⁵⁹

Com o reventamento da bolha especulativa imobiliária, em meados de 2007, a proliferação da inadimplência precipitou a queda da venda e desvalorização dos imóveis, bem como a consequente descapitalização dos bancos através da deterioração do respectivo balanço.

G. A inadequação da estrutura da remuneração à nova natureza do risco assumido no período anterior à crise

A nova composição do risco inerente ao sector bancário, referida no ponto anterior, não era desconhecida dos mercados que, como se observou, ainda no período anterior à crise, provocaram um declínio dos GPA e do retorno das acções dos bancos demasiado expostos ao risco de crédito à habitação.

No entanto, nem o cepticismo dos mercados, nem o desgaste do desempenho das acções travaram a assunção desenfreada de risco, facto que tem sido atribuído à estrutura de desincentivos dos administradores dos bancos, cujo esquema remuneratório, em vigor desde o início dos anos 90, não foi adequado, a partir de 2000, à nova composição do risco.

A estrutura remuneratória, através da atribuição de elevados bónus, promoveu a originação de empréstimos (independentemente do seu reembolso ou rendimento⁶⁰),

⁵⁹ BHATTACHAYYA, Sugato & PURNANANDAM, Amiyatosh, cit. 51, pp. 17-26

Mediante a análise dos ERC e dos ERR, os autores demonstraram que os investidores, ainda antes da desvalorização do sector imobiliário e do aumento da inadimplência, já consideravam os ganhos envolvidos com as hipotecas bancárias como excessivamente arriscados.

⁶⁰ No entanto, em AGARWAL, Sumit & WANG, Hefei, cit. 57, pp. 14-15, salienta-se que a possível ligação da atribuição de bónus ao rendimento do empréstimo transferiria muito risco do banco para o analista de crédito na medida em que, por muita informação que disponha, não lhe é possível prever todos os acontecimentos que podem ocorrer à pessoa a quem concede o empréstimo.

embora teoricamente procurasse a promoção do esforço na detecção da qualidade do empréstimo, contribuiu na prática para a aprovação de empréstimos sem qualidade assentes em *soft information*.⁶¹

Os ganhos de curto prazo não só continuaram a ser premiados com bónus elevados, mesmo que alcançados à custa da assunção de elevado risco sistemático através das novas formas de titularização surgidas nos anos anteriores à crise, como a sensibilidade da remuneração aos mesmos ainda aumentou após 2000. A remuneração dos administradores continuou, pois, nos anos anteriores à crise, largamente dependente dos GPA, cujo aumento se deu, sobretudo, nos bancos dedicados ao crédito à habitação, os quais, em 2007, verificariam altas taxas de incumprimento do crédito. Entendendo-se, por conseguinte, ter havido uma falha no alinhamento de interesses entre administradores e accionistas na medida em que a administração dos bancos não soube adaptar a estrutura de incentivos da remuneração dos gestores às alterações da natureza do risco assumido a partir de 2000.⁶²

Em sentido contrário, outra secção da literatura afirma que os bancos com melhor alinhamento de interesses entre administradores e accionistas não conseguiram melhor desempenho uma vez que assumiram riscos que, *ex ante*, pareciam lucrativos para os accionistas, mas que acabaram por ter fracos retornos.⁶³

⁶¹ Em AGARWAL, Sumit & WANG, Hefei, cit. 57, pp. 2-13 e 17-21

⁶² BHATTACHAYYA, Sugato & PURNANANDAM, Amiyatosh, cit. 51, pp. 24-26

⁶³ FAHLENBRACH, Rüdiger & STULZ, René, cit. 52, pp. 8-26

V. ESPECIFICIDADES DECISÓRIAS E INFORMATIVAS

Do exposto resulta que a influência da política de remunerações dos administradores na gestão do banco é determinante e a mesma conduziu à imposição de vários deveres ao nível da constituição de comissão de remunerações, da elaboração de uma declaração sobre política de remuneração e da divulgação de informação que não podem deixar de ser abordados dada a sua relevância no plano do processo decisório da remuneração.

H. Comissão de Remuneração

Como se explicou antes⁶⁴, a relevância económica da remuneração dos administradores dos bancos reside em saber quanto pagar e como. A comissão de remuneração tem como principal função responder a estas questões.

A actual crise financeira internacional intensificou o relevo das comissões de remuneração como forma de prevenção de conflitos de interesses, em especial nos sistemas de titularidade concentrada onde a menor utilização do sistema de atribuição de acções (*stock options*) (por já existir um controlo assaz da actuação dos administradores pelos accionistas e órgãos de fiscalização) abre mais espaço ao papel da comissão de remuneração.⁶⁵

Tradicionalmente recomendadas pela *soft law*⁶⁶, as comissões de remuneração têm assumido crescentemente um carácter obrigatório decorrente, sobretudo, de um endurecimento do tratamento da temática da remuneração dos administradores pelos recentes dispositivos legais e regulamentares comunitários, tais como a Directiva 2010/76/UE (transposta pelo DL n° 88/2011), as Orientações sobre Políticas e Práticas

⁶⁴ Cap. II

⁶⁵ GOMES, Fátima, cit. 6, p. 424

⁶⁶ Recomendações 2005/162/CE e 2009/3159/CE, os Princípios sobre Práticas Remuneratórias do FSB de 2009 e respectivas orientações de aplicação e a Metodologia de Avaliação de Políticas Remuneratórias do Comité de Basileia de 2010.

Remuneratórias do CEBS de 2010 ou o Regulamento europeu e Directiva 2011/61/UE ambos sobre gestão de fundos de investimentos alternativos.⁶⁷

O crescente envolvimento dos reguladores é, igualmente, visível a nível nacional em que o Aviso do BdP nº 10/2011 veio, também, impor a obrigatoriedade de constituição de uma comissão de remuneração por parte das instituições de crédito, cuja actividade seja considerada de risco acrescido e que preencham determinados critérios relacionados com o número de trabalhadores, com custos com remuneração e com a forma de cálculo dos seus requisitos de fundos próprios⁶⁸.

Uma das questões mais importantes consiste em definir o órgão competente para a fixação da política de remuneração e para a fixação da remuneração.

No entanto, a transposição do regime europeu abriu portas para a duplicação de órgãos com competências remuneratórias (função preparatória vs. função decisória) na medida em que o DL nº 88/2011 veio prever a função preparatória da comissão de remuneração⁶⁹ que, à luz do CSC, teria função decisória⁷⁰. Esta duplicação de órgãos, além do custo, acarreta o risco de esvaziamento da influência de um deles.

À luz do dever de lealdade⁷¹, deveriam ser os administradores a procurar ajustar as suas remunerações aos interesses de longo prazo dos accionistas⁷², contudo existem conflitos de interesses. Como resulta da metáfora *remuneration black box*⁷³, o processo de estruturação da remuneração está envolto numa teia de relações por estar sujeito à influência dos variados actores do banco. Consequentemente proibiu-se o administrador de fixar a sua própria remuneração e, enquanto no modelo monista se atribuiu essa competência às comissões delegadas da assembleia geral ou na própria assembleia

⁶⁷ CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, pp. 11-16

⁶⁸ Art. 7º, nº 1

⁶⁹ Nº 26 do Anexo XI do DL nº 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL nº 88/2011). No mesmo sentido, o art. 7º, nº 4, al. a) do Aviso do BdP nº 10/2011

⁷⁰ Arts. 399º e 429º

⁷¹ Art. 64º, nº 1, al. b) do CSC

⁷² GIÃO, João Sousa, *Conflito de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima. Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, pp. 229-235. O autor considera que, nos termos do art. 64º, nº 1, al. b) do CSC, não obstante o interesse dos demais *stakeholders*, impõe-se uma graduação interesses que dita que os administradores deverão prosseguir, em primeiro lugar, os interesses de longo prazo dos accionistas (não enquanto interesses individuais, mas enquanto interesses de um “colectivo de actuação, tutela e protecção”).

Sobre o interesse social como vector do dever de lealdade e respectiva querela doutrinária, vd. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, pp. 312-332

⁷³ ROWE, Andrew, *Exploring the Remuneration “Black Box”: Establishing an Organizational Learning Insight into Changing Remuneration Committee “Social Worlds”*, passim

geral⁷⁴, no modelo dualista, pertence ao conselho geral de supervisão ou a uma comissão por este nomeada e, só nos casos em que o contrato de sociedade o determine, à assembleia geral ou a uma comissão por esta nomeada⁷⁵.⁷⁶

Note-se que são grandes as expectativas depositadas, hoje, na figura da comissão para determinar a estrutura óptima de remuneração dos administradores que seja capaz de atrair, fidelizar e motivar os melhores. Para o efeito, espera-se que a comissão de remuneração seja composta por administradores com funções não executivas⁷⁷, independentes⁷⁸, inteiramente familiarizados com a empresa e detentores de conhecimento especializado necessário à complexidade crescente do leque de políticas remuneratórias e à correcta avaliação dos custos inerentes a cada política remuneratória⁷⁹. São, no entanto, expectativas irrealistas⁸⁰.

Desde logo, a imposição pelo DL n.º 88/2011 de que todos os administradores integrantes da comissão de remuneração sejam integralmente não executivos mostra-se inadequada ao caso dos bancos onde vigore o modelo de governo dualista, nos quais não existem administradores não executivos⁸¹.

Por outro lado, e não obstante a tendência global no sentido de reforçar a independência dos administradores não executivos, repare-se que a recomendação II.5.2 do CGS da CMVM de 2010 sobre independência, considerada integrante de um grupo de recomendações essenciais para minimizar os custos de agência, é uma das que apresenta o menor grau de cumprimento⁸² (o BPI, por exemplo, não cumpria).

Ademais, um administrador que nunca tenha tido qualquer contacto com a empresa ou com os seus administradores executivos não pode determinar objectivos adequados pois não percebe o seu funcionamento nem as necessidades idiossincráticas da remuneração,

⁷⁴ Art. 399.º, n.º 1 do CSC

⁷⁵ Art. 429.º do CSC

⁷⁶ Em GIÃO, João Sousa, cit. 72, pp. 284-286, o autor salienta as vantagens resultantes da eventual existência de duas comissões de remuneração, uma designada pela AG e outra constituída dentro do Conselho de Administração (caso do BPI), sobretudo, ao nível da partilha de experiências e de *know-how*. Contra, salienta o autor que “*as responsabilidades de muitos diluem as responsabilidades de todos*”.

⁷⁷ N.º 26 do Anexo XI do DL n.º 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n.º 88/2011)

⁷⁸ Nesse sentido, a secção II.5.2 do CGS da CMVM de 2010 e o Aviso do BdP n.º 10/2011, art. 7.º, n.º 2 que estabelece que a maioria deve ser independente

⁷⁹ Nos termos do Aviso do BdP n.º 10/2011, art. 7.º, n.º 2, pelo menos um dos administradores deve possuir qualificação profissional para o exercício das funções.

⁸⁰ BENDER, Ruth, *The Platonic Remuneration Committee*, pp. 9-20

⁸¹ CÂMARA, Paulo, cit. 9, pp. 33-34

⁸² CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal* (2009)

num sector complexo como o bancário, sendo que este conhecimento acabará por advir de conversas com estes últimos, o que lhes dará maior influência na determinação da sua remuneração, ainda mais se pertenciam ao Conselho de Administração que nomeou o primeiro.⁸³

À assimetria informativa junta-se a falácia do mercado. Com efeito, ao procurarem-se empresas comparativas para definir os níveis de remuneração, esquece-se que a informação não é neutra porque o sector em si, conceito ambíguo, pode não ser apropriado ou representativo. Além disso, a remuneração de determinado cargo pode ter como base comparativa um sector diferente, o que acontece especialmente nos sectores caracterizados por uma grande mobilidade como o financeiro.

Em contrapartida, constituir a comissão com membros do órgão da administração frustraria, em certa medida, a respectiva imparcialidade que deveria decorrer da independência da comissão em relação à função de gestão, situação que é mais gravosa perante a inexistência de um dever de aprovação anual da declaração sobre política de remuneração por parte dos accionistas como melhor se explicará no próximo ponto.

Além disso, à comissão de remunerações, enquanto órgão delegado da AG, cabe-lhe prosseguir os interesses da propriedade accionista, devendo, por conseguinte, ser composta por alguns representantes da mesma.⁸⁴

I. *Say on Pay*

Considerado, internacionalmente, como uma conquista do *Dodd-Frank Act*⁸⁵, o *say on pay* aparece, a nível nacional, em 2005, como recomendação da CMVM⁸⁶, reafirmando-se, em 2007, no CGS⁸⁷. No entanto, é a Lei n.º 28/2009 que o consagra definitivamente, intensificando a influência dos accionistas no processo de fixação da remuneração dos

⁸³ Perante a falta de conhecimento especializado e para preservar a sua independência, a comissão de remuneração deveria poder recorrer à contratação de peritos independentemente da decisão do órgão de administração ou do órgão de fiscalização, o que o CSC não permite contrariando as recomendações do CEBS.

⁸⁴ CÂMARA, Paulo, cit. 9, pp. 37-38

⁸⁵ Secção 951

⁸⁶ Vd. o ponto 8-A das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2005)

⁸⁷ Vd. secção II.1.5.2. do CGS (2007)

administradores ao estabelecer para todas entidades de interesses público, o dever de submeter, anualmente, à aprovação da AG um documento sobre a política de remuneração dos titulares dos órgãos de administração e fiscalização⁸⁸.

Porém, é duvidoso que o *say on pay* se tenha traduzido num reforço efectivo da influência accionista no processo de fixação da remuneração dos administradores, sendo que no âmbito da política de remuneração dos membros dos órgãos de fiscalização, não pode ser muita a influência dos accionistas uma vez que a mesma tem sempre de assentar numa quantia fixa^{89,90}.

Em primeiro lugar, observe-se que o órgão responsável pela apresentação da proposta de declaração sobre a política de remuneração é, na falta de comissão de remuneração, o Conselho de Administração⁹¹ donde resulta, desde logo, uma contradição com a finalidade preventiva de conflito de interesses estabelecida pelo CSC⁹² que afastou o órgão da administração da competência deliberativa na fixação da sua remuneração, além de vir dar aso à eventual duplicação de declarações (da administração e da comissão).⁹³

A ideia de escrutínio accionista fica, igualmente, enfraquecida com a distonia entre a perspectiva plurianual da política remuneratória (que seria o mandato de cada Administração (triénio)), particularmente importante ao nível da remuneração variável, e a periodicidade anual da apreciação accionista.⁹⁴

Acresce, ainda, que o voto accionista não é vinculativo. De facto, a lei não exige a aprovação da declaração sobre política de remuneração apresentada, nem estatui qualquer consequência para um eventual voto negativo dos accionistas e de que são, aliás, exemplos os casos *Glaxosmithkline* (2003), *Ericsson* (2007), *Philips* (2008),

⁸⁸ Art. 2º, nº 1

⁸⁹ Sobre esta limitação, vd. arts. 422º-A, nº 1, 423º-D e 440º, nº 3 do CSC

⁹⁰ CÂMARA, Paulo, “*Say on pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, pp. 11-12

⁹¹ Art. 2º, nº 1 da Lei nº 28/2009

⁹² Arts. 399º e 429º

⁹³ CÂMARA, Paulo, cit. 90, pp. 15-17

O autor sugere, como forma de resolução do referido paradoxo, uma interpretação restritiva do conteúdo da declaração como sendo limitado à mera enunciação dos objectivos da política remuneratória, sem se referir ao *quantum*. E nesta perspectiva, a própria administração (e, em especial, os administradores não executivos e independentes) poderia dispor da sua vantagem informativa para determinar os critérios mais adequados à optimização da relação entre a estrutura remuneratória (*maxime*, a componente variável) e a avaliação do desempenho.

⁹⁴ CÂMARA, Paulo, *Remuneração*, p. 184

Hewlett Packard (2011) ou *Citigroup* (2012). Mais recentemente, os accionistas do *Barclays* e do *Credit Suisse* demonstraram o seu descontentamento com os pacotes remuneratórios através de uma significativa percentagem de votos negativos (27% e 32%, respectivamente⁹⁵).⁹⁶ Em caso de voto negativo, autores são da opinião de que deve permanecer em vigor o regime remuneratório anterior, sendo que o órgão proponente não fica impedido, nem obrigado a apresentar outra declaração ao longo do ano⁹⁷.

Efectivamente, a deliberação da assembleia geral não é fonte de direitos, nem de obrigações porque nela apenas se discute uma política de remuneração que não mais gera do que efeitos internos, enquanto declaração de intenções, já que a concreta remuneração será, em última análise, fixada pelo órgão competente. E tampouco colhe a ideia de que a comissão de remuneração deveria obediência ao sentido da deliberação da assembleia geral por ser esta sua delegante visto que, a ser assim, não se vislumbraria nenhuma vantagem na sujeição da política remuneratória a aprovação pelos accionistas.

Por outro lado, sendo o objecto do dever de apreciação apenas uma declaração e não a própria política de remuneração, certos elementos confidenciais (como segredos comerciais ou industriais) podem ficar excluídos da mesma, o que, conseqüentemente, não permite aferir com rigor o sentido de um eventual voto negativo accionista.

São, efectivamente, muitas as críticas apontadas ao *say on pay* que tem verificado uma fraca eficiência no sistema jurídico berço (inglês), onde a remuneração global tem continuado a aumentar, donde resultam dúvidas quanto à sua aptidão para solucionar a crise financeira.

No caso específico dos bancos, já se admite que o *say on pay* pode ter o efeito inverso ao pretendido ao pressionar os seus administradores a assumirem mais risco na procura

⁹⁵ STEINBERG, Julie, *Say on Pay Becomes Shout on Pay*

⁹⁶ Mas se é verdade que o voto dos accionistas por ser meramente consultivo pode ser considerado um desperdício de tempo, não menos verdade é que as vantagens inerentes à eventual obrigatoriedade do sentido de voto são relativas por serem sensíveis ao contexto político, económico, cultural e legislativo.

⁹⁷ CÂMARA, Paulo, cit. 90, pp. 14-15

Já Paulo Olavo Cunha, em CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 783, acrescenta que os administradores devem ficar sem direito à remuneração enquanto não forem aprovados os critérios do seu pagamento.

desesperada de obtenção de lucro que justifique os seus pacotes remuneratórios exorbitantes.⁹⁸

Autores⁹⁹ entendem, também, que o *say on pay* ou qualquer outra forma de maior envolvimento dos accionistas na estruturação da remuneração não irá mitigar os incentivos de assunção de risco inerentes ao sector bancário pois, como referido¹⁰⁰, nos bancos com muito risco, os incentivos para a assunção de risco são também maiores.

Não obstante as críticas tecidas, a exigência informativa inerente ao funcionamento do *say on pay*, que pressupõe uma certo grau de completude do conteúdo da declaração, acaba por obrigar o banco a posicionar-se sobre aspectos fundamentais da estrutura da remuneração dos seus administradores, tais como: critérios determinantes da componente variável; possibilidade de diferimento de parte da mesma; modos de limitação dessa componente em caso de mau desempenho do banco; esquema de incentivos; planos de atribuição de acções e/ou de opções de compra de acções; e outras técnicas de alinhamento de interesses entre administradores e accionistas.

Contudo, atendendo à especificidade dos conflitos de interesses na banca¹⁰¹, a par do *say on pay* que tem como pretensão beneficiar os accionistas, deverá ponderar-se, igualmente, uma maior intervenção dos demais *stakeholders* no processo de fixação da remuneração.

J. Divulgação da informação (*Disclosure*)

Em Portugal, a temática da divulgação de informação relativa à remuneração dos administradores foi pela primeira vez tratada na Recomendação da CMVM de 2003¹⁰², com maiores desenvolvimentos no CGS da CMVM de 2007¹⁰³.

Hoje, o CVM¹⁰⁴ estabelece a obrigatoriedade de divulgação de um relatório anual sobre a estrutura e as práticas de governo societário. Por sua vez, o CGS da CMVM de

⁹⁸ CARNEY, John, *How “Say On Pay” Might Make Banks Even Riskier*

⁹⁹ VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 28-30

¹⁰⁰ Cap. III.C

¹⁰¹ Cap. III.C

¹⁰² Vd. secção IV.8 das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2003)

¹⁰³ Vd. secção II.1.5.5. do CGS (2007)

2010¹⁰⁵ e a Consolidação de Fontes Normativas e do CGS¹⁰⁶ determinam o dever de divulgação do montante de remuneração recebida de forma já não só agregada, mas também individual e o dever de divulgação dos direitos de pensão adquiridos no exercício em causa.

A par das referidas Recomendações, tem-se assistido, recentemente, a um endurecimento do tratamento normativo da divulgação da remuneração.

Com efeito, a Lei n.º 28/2009 impôs um dever de divulgação da declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização bem como do montante anual da remuneração auferida, de forma agregada e individual¹⁰⁷. Na mesma linha, o Aviso do BdP n.º 10/2011, que surgiu na sequência da Directiva 2010/76/UE, do DL n.º 88/2011 e das Orientações sobre Políticas e Práticas Remuneratórias do CEBS de 2010, veio enumerar os elementos informativos que devem estar contidos na referida declaração sobre política de remuneração, bem como estabelecer exigências em matéria de divulgação de informação quantitativa¹⁰⁸.

A divulgação da informação é feita maioritariamente nos Relatórios de Gestão e Contas, sendo que a tendência vai no sentido da elaboração de relatórios específicos¹⁰⁹.

O dever de revelação é fundamental ao funcionamento eficiente do *say on pay*, atentas as suas características de *enforcement*, educativas e reguladoras.

Em primeiro lugar, a divulgação de informação reforça o papel dos accionistas no controlo de alguns problemas de agência relacionados com o oportunismo dos gestores na medida em que proporciona, em sede de assembleia geral, um debate mais esclarecido e preparado (função educativa) relativamente ao alinhamento da remuneração com o desempenho, à estrutura de incentivos e aos riscos envolvidos, à sua adequação aos objectivos de longo prazo da sociedade e à repartição interna da remuneração entre os administradores.

Além disso, a transparência proporcionada pela divulgação de informação facilita o tratamento do conflito de interesses na medida em que viabiliza e reforça o papel

¹⁰⁴ Art. 245º-A, n.º 1

¹⁰⁵ Vd secção II.1.5.7 do CGS (2010)

¹⁰⁶ Vd as secções II.1.7.5. e II.1.7.13. da Consolidação de Fontes Normativas e do CGS

¹⁰⁷ Art. 3º

¹⁰⁸ Arts. 16º e 17º

¹⁰⁹ Art. 16º, n.º 4 do Aviso n.º 10/2011

fiscalizador e reaccionário dos accionistas contra excessos. A divulgação sai, ainda, reforçada pelo direito de consulta, sob motivo justificado, de qualquer accionista detentor de pelo menos 1% das acções, dos “*montantes globais das remunerações pagas, relativamente a cada um dos últimos três anos, aos membros dos órgãos sociais*”¹¹⁰.

Por outro lado, a revelação da informação permite, em certa medida, aferir o cumprimento ou incumprimento dos objectivos de bom governo na medida em que o Aviso do BdP nº 10/2011 veio tornar imperativo o dever da administração enviar, anualmente, ao BdP uma declaração sobre o cumprimento da sua política de remuneração^{111 112}.

Consequentemente, o banco, vendo-se obrigado a divulgar informação relativa à sua contabilidade ou a determinadas actuações ou factos, e querendo salvaguardar a sua imagem e reputação, procurará, por um lado, adoptar as melhores práticas e, por outro, evitar actuações contrárias aos deveres fiduciários, às recomendações ou susceptíveis de serem criticadas pela opinião pública (função reguladora da divulgação de informação).¹¹³

Embora nem todas as recomendações sobre divulgação de informação sejam cumpridas, a informação revelada em matéria de incentivos remuneratórios, ainda que insuficiente, já permite fomentar a confiança dos mercados e da opinião pública.

O carácter de *enforcement*, educativo e regulador da revelação da informação permite aos accionistas poupança de custos na obtenção de informação, diminuição de riscos associados à selecção adversa e redução de custos de supervisão, benefícios que

¹¹⁰ Art. 288º, nº 1, al.c) do CSC

¹¹¹ Art. 18º, nº 1

¹¹² Não obstante a associação da referida declaração à lógica de *comply or explain*, contraditória com a tendência de progressiva injuntividade do regime jurídico de governação aplicado ao sector financeiro, aquela declaração apresenta a vantagem de permitir aferir a concretização dos conceitos gerais e indeterminados que caracterizam as normas remuneratórias, bem como avaliar a adequação e a proporcionalidade das políticas de remuneração às especificidades de cada instituição bancária (em termos de dimensão, organização e complexidade da actividade desenvolvida).

¹¹³ A evolução do grau de cumprimento das Recomendações da CMVM é positiva. A título de exemplo, segundo o *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal* (2009), entre 2008 e 2009, o grau de cumprimento do BPI passou de 76% para 80%, o do BCP de 81% para 84% e o do BES de 92% para 95%.

Já especificamente quanto ao cumprimento, em 2009, das Recomendações sobre Remunerações (II.1.5.1., II.1.5.2., II.1.5.3., II.1.5.4., II.1.5.5., II.5.2.), enquanto o BES apresentava um cumprimento de 100%, o BCP não cumpria a II.1.5.2. e o BPI não cumpria a II.1.5.1, a II.1.5.4. nem a II.5.2..

justificam o carácter progressivamente injuntivo da divulgação que pode ser uma forma de fomentar mais divulgação¹¹⁴.

Não obstante as exigências informativas na área da remuneração possibilitarem um maior controlo dos accionistas, sobretudo a nível preventivo, sobre abusos e irregularidades, e, conseqüentemente, induzir uma maior disciplina e responsabilidade dos administradores, a revelação da remuneração acarreta custos para o banco, sobretudo, sociais como o aumento da concorrência ou a diminuição das alternativas de financiamento.

Acresce que o conhecimento por parte da concorrência das remunerações pagas propicia exercícios comparativos geradores de inflação nos salários (efeito *Lake Wobegon*) levando a aumentos excessivos de remuneração dos gestores em geral (até porque as pesquisas sobre remuneração são facilmente distorcidas pelos elevados prémios individuais e acabam por servir de referência à generalidade dos consultores em remuneração), assim como também pode levar ao enviesamento dos prémios de remuneração ao promover o recurso a regras específicas que não seriam utilizadas num contrato óptimo.

Também existem custos decorrentes, em especial, da divulgação nos *media*, tais como o tratamento demagógico¹¹⁵ que induz, muitas vezes, a reacções populares hostis (por exemplo, protestos de políticos activistas, sindicatos ou organizações) e que pode provocar problemas de segurança pública ao promover a invasão na esfera de protecção da vida privada dos administradores, expondo-os, por exemplo, ao sequestro.

Por conseguinte, atendendo aos inconvenientes que a publicitação dos níveis remuneratórios pode acarretar, parece que em vez dos níveis, o processo de divulgação deveria, antes, debruçar-se sobre a estrutura da prestação remuneratória, explicitando a sua relação clara com o desempenho, explicando de uma forma rigorosa e transparente o esquema de incentivos (nomeadamente, os planos de bónus) e permitindo a comparação

¹¹⁴ Note-se, no entanto, que a imposição de regras homogéneas corre o risco de desconsiderar as especificidades de um sector tão complexo e diverso como é o bancário.

Mas também é verdade que a idiossincrasia da informação relativa à remuneração dos administradores (por falta de standardização do seu formato, conteúdo e qualidade) pode retirar valia à sua divulgação e, por isso, pode ser útil uniformizar os formatos de divulgação, facilitando, desse modo, não só a sua compreensão, como também a sua comparabilidade e a actividade reguladora. GIÃO, João Sousa, cit. 72, pp. 290-291

¹¹⁵ CÂMARA, Paulo, cit. 94, p. 202

com outros bancos (com a mesma dimensão, etc.), comparação que é condição essencial à eficácia da divulgação como instrumento disciplinador, donde resulta que os accionistas devem ter acesso aos critérios de avaliação do desempenho, aos resultados dessa avaliação e ao montante das remunerações fixado em resultado daquela avaliação¹¹⁶.

¹¹⁶ GIÃO, João Sousa, cit. 72, pp. 288-289

VI. A ESTRUTURA DA REMUNERAÇÃO – PROPOSTAS TENDENTES A UMA ESTRUTURA ÓPTIMA DE INCENTIVOS

Feita uma breve abordagem ao processo decisório da remuneração, cabe agora analisar a estrutura óptima da remuneração dos administradores dos bancos, a qual deve assentar numa parte fixa, que alinhe os interesses do administrador avesso ao risco e os dos accionistas menos avessos, e numa parte variável, que incentive o desempenho¹¹⁷, adequadamente equilibradas. E, não obstante a fixação dos rácios¹¹⁸ entre ambas as componentes caber à instituição de crédito, a proporção da componente fixa deve ser suficientemente elevada de modo a permitir a aplicação de uma política flexível de componentes variáveis que inclua, por ex., a possibilidade de não pagamento de qualquer componente variável.¹¹⁹

A escolha dos elementos integrantes da componente variável e do peso de cada um deles, bem como a determinação do próprio peso dessa componente no âmbito da remuneração global deve, em meu entender, promover uma gestão de riscos sã e prudente através do alinhamento entre os interesses dos administradores e os de longo prazo da instituição de crédito¹²⁰.

À luz destes objectivos, as reformas normativas internacionais e nacionais têm intensificado a regulação de vários aspectos da estrutura remuneratória, seguindo-se, por conseguinte, uma breve análise de possíveis elementos integrantes da remuneração.

¹¹⁷ FORD, Guy, *Compensation Structure and Portfolio Selection in a Banking Firm*, pp. 28-29

¹¹⁸ Cf. anexo IV

¹¹⁹ Art. 8º, nº 1 do Aviso do BdP nº 10/2011

Nº 24, als. m) e n) do Anexo XI do DL nº 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL nº 88/2011)

¹²⁰ Nº 24, als. a) e b) do Anexo XI do DL nº 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL nº 88/2011)

K. Remuneração baseada em acções (*Equity-Based Compensation*)

A atribuição de opções de acções (*stock options*), acções com limitações à sua transmissão (*restricted stock*) e participações associadas ao desempenho (*performance shares*) são apontadas¹²¹ como as principais formas de *equity-based compensation*.

A atribuição de acções e opções de acções com limitações à sua venda e exercício durante um determinado período de tempo é sugerida por variada doutrina¹²² como potenciadora de uma perspectiva de longo prazo e desincentivadora da aprovação de projectos com VAL negativo, sobretudo, se forem utilizadas acções e opções do próprio banco que incorporam em si o risco de solvência do banco (evitando o *noisy proxy problem*)¹²³.

No entanto, as opções não dependem unicamente do desempenho uma vez que também são influenciadas por factores externos, donde resulta que possam fomentar ganhos de curto prazo como sucedeu no período pré-crise, a que já se fez referência¹²⁴. Refira-se, também, que as opções podem induzir o administrador a diminuir a distribuição de dividendos com o intuito de manter a cotação das acções. Além disso, o incremento da componente variável por esta via não conduz à diminuição da remuneração fixa. De qualquer forma, as opções são um instrumento de captação e fidelização dos trabalhadores mais talentosos na medida em que lhes permite a participação nos lucros da emitente sem o correspondente risco já que lhes atribui um direito de aquisição mediante um preço predefinido, num determinado prazo, que podem ou não exercer.¹²⁵

¹²¹ JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., cit. 3, pp. 57-58

¹²² BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 23-28. Os autores sugerem um esquema de incentivos assente unicamente em acções e opções de acções – *restricted equity proposal*.

BHAGAT, Sanjai & ROMANO, Roberta, *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term*, pp. 1-10

PENG, Lin & RÖELL, Ailsa, *Managerial Incentives and Stock Price Manipulation*, pp.29-31

BEBCHUK, Lucian A. & FRIED, Jesse M., *Paying for Long-Term Performance*, pp. 6-20

EDMANS, Alex [et al.], *Dinamic Incentive Accounts*, apud BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, p.24

BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, cit. 53, p. 26

¹²³ TUNG, Frederick, cit. 25, p. 43

¹²⁴ Cap. IV

¹²⁵ GOMES, Fátima, cit. 6, pp. 471-480

O período de carência situa-se entre os 3 e os 5 anos entre as maiores empresas dos E.U.A.¹²⁶, exigindo-se que o administrador esteja em funções no fim do mesmo, embora alguma literatura¹²⁷ sugira uma carência de dois até quatro anos a contar-se após a cessação de funções do administrador.

A exigência da saída do administrador, acrescida de um período de carência, pode ser contraproducente visto que, por um lado, o período de *control gap* acarreta incerteza quanto aos ganhos, incentivando o administrador a uma gestão excessivamente conservadora ou indiferente ao desempenho do banco e, por outro, pode provocar a sua menor diversificação e a falta de liquidez durante o referido período. Consequentemente, a atribuição de uma proporção maior de opções do que de acções pode atenuar a tendência para uma assunção sub-ótima de risco e compensar a baixa diversificação, no entanto, cada opção atribuída a mais terá sempre um valor inferior para o administrador (decorrente do desconto resultante da menor diversificação) do que para o banco. Já a possibilidade de liquidação anual de uma pequena fracção de acções detidas e o aumento da dedutibilidade fiscal da parte remuneratória não assente no desempenho poderão atenuar a falta de liquidez, contudo, o consequente aumento da parte líquida da remuneração poderá dissuadir os efeitos do período de carência, incentivando o administrador a demitir-se ou a reformar-se mais cedo.¹²⁸

Alguma doutrina adverte que o elevado nível de endividamento dos bancos aumenta o impacto de eventuais perdas na diminuição do valor das acções e opções de acções pelo que a eficácia da remuneração assente em acções passaria por um maior financiamento do banco através de capital próprio.¹²⁹

No plano nacional, em matéria de remuneração assente em acções e opções de acções, o DL n.º 88/2011¹³⁰ determina a composição equilibrada de uma parte substancial da remuneração variável (não inferior a 50%) por acções ou instrumentos equivalentes ou, ainda, instrumentos indexados a acções ou instrumentos equivalentes, e por outros

¹²⁶ FREDERICK W. Cook & Co., Inc., *The 2011 Top 250: Long-Term Incentive Grant Practices for executives*, pp. 4 e 12

¹²⁷ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 23-28

¹²⁸ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 23-28

TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 42-44

¹²⁹ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 30-33 (*Restricted-Equity-More-Equity-Capital Proposal*)

¹³⁰ N.º 24, als. r) do Anexo XI do DL n.º 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n.º 88/2011)

instrumentos convertíveis, em função da situação financeira e de solvabilidade do banco, em instrumentos representativos de capital capazes de absorver completamente perdas em condições normais de actividade e que, em caso de insolvência ou liquidação, sejam o elemento com maior grau de subordinação.

Segundo a CMVM, o período de vencimento das opções situa-se entre os 367 dias e 734 dias entre as empresas do PSI 20 nacional¹³¹.

No Banco BPI, as acções (RVA) constituem 50% da componente variável da remuneração dos seus administradores executivos e no BES, a componente variável dos administradores integra igualmente acções e opções de acções, numa perspectiva de curto e médio prazo, conforme anexo V.

L. Bónus (*cash bonus*)

À semelhança do que sucede com as acções e opções de acções, também a relação entre a atribuição de bónus e a assunção de risco pelos bancos é objecto de controvérsia.

Não obstante, Basel III impôs restrições ao montante dos bónus em função do balanço do banco¹³², uma política que tem a vantagem de aumentar o valor do banco, baixar o risco de incumprimento, bem como a remuneração dos administradores¹³³. Por sua vez, no plano nacional, o DL n.º 88/2011 estabeleceu que o total da remuneração variável não deve limitar a capacidade do banco para reforçar a sua base de fundos próprios¹³⁴.

A literatura que reconhece nos bónus um efeito redutor da assunção de risco e, conseqüentemente, do risco de incumprimento dos bancos, apoia-se, sobretudo, na sua correlação positiva com o desempenho do banco e conseqüente não convexidade dos respectivos ganhos, no seu incentivo à obtenção de *cash flows* estáveis (dada a subordinação do seu pagamento à solvência do banco), na diminuição do custo de

¹³¹ CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas* (2010), secção I.3.1.3.

¹³² Ponto 131

¹³³ THANASSOULIS, John, *The Case For Intervening In Bankers' Pay*, pp. 23-25

¹³⁴ N.º 24, al. i) do Anexo XI do DL n.º 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n.º 88/2011)

financiamento da dívida, a que se junta a efectividade dos benefícios dos bónus no curto e longo prazo.¹³⁵

Não obstante, a mesma literatura demonstra, por um lado, que os referidos efeitos de mitigação de assunção de risco só se produzem se o banco estiver sujeito a regimes regulatórios apertados e, por outro, que, no caso de bancos em risco de incumprimento e com fracas perspectivas de crescimento, os bónus tendem a promover a assunção de risco e a sua transferência, para os credores e reguladores, por parte dos administradores que almejam o pagamento dos bónus a qualquer custo (*looting hypothesis*) e dos accionistas que preferem maximizar o valor da rede de financiamento (*safety net*) ao *charter value*.¹³⁶

Outras críticas surgem associadas à fomentação de uma cultura de ganhos de curto prazo através da fixação de objectivos anuais de desempenho¹³⁷ e à não exposição suficiente dos administradores ao *downside risk*¹³⁸. Não obstante, estudos demonstram que nas empresas com bom desempenho, as metas de lucro diminuem no caso de mau desempenho anterior, mas não sobem no caso inverso¹³⁹.

Além disso, a relação entre o desempenho e o pagamento dos bónus não é sempre linear, gerando problemas de incentivo e de destruição de valor, nomeadamente através da transferência de desempenho presente para o futuro.¹⁴⁰

Por fim, importa referir que, mesmo assim, os bónus anuais apresentam vantagens em relação às acções e opções de acções ao estabelecerem objectivos concretos para a criação de valor, apresentarem-se como ganhos mais imediatos e tangíveis e permitirem

¹³⁵ Os referidos efeitos foram comprovados num estudo que teve por base bancos estadunidenses e europeus: VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 10-26

¹³⁶ VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 26-32

¹³⁷ Em JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., cit. 3, pp. 71-73, os autores explicam que o processo de fixação dos objectivos anuais consiste num sistema de “*paying people to lie*” na medida em que os administradores, sentindo-se prejudicados por exporem aquilo de que são capazes (revelando informação crítica que detêm), são incentivados a mentir com o intuito de serem premiados com a fixação de objectivos menos exigentes (*budget gaming problem*). Como forma de ultrapassar os custos que este sistema envolve, os autores propõem a dissociação da remuneração com o cumprimento de objectivos, mas antes a estruturação de fórmulas de remuneração lineares que considerem apenas a produtividade do administrador e não o nível em que determinado objectivo foi alcançado.

¹³⁸ VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 7-8

¹³⁹ INDJEJKIAN, Raffi [et al.], *Earnings Targets and Annual Bonus Incentives*, pp. 21-23

¹⁴⁰ Em JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., cit. 3, pp. 68-71

Sobre o funcionamento da atribuição de bónus, cf. anexo VI

a integração de elementos subjectivos dificilmente integráveis numa remuneração assente em acções.¹⁴¹

M. Dívida e swaps de crédito (*Credit default swaps*)

A composição da remuneração dos administradores assenta, tradicionalmente, em duas formas, *cash* e *equity*. Contudo, como referido, a compensação assente em acções promove o risco moral dos administradores devido ao elevado endividamento do banco e ao sistema de garantia de depósitos¹⁴².

Por conseguinte, há doutrina¹⁴³ que defende a ligação da remuneração dos administradores dos bancos não apenas aos retornos accionistas, mas aos vários títulos do banco – acções preferenciais, obrigações e participações sociais – no sentido de os expor a um maior *downside risk* (ao qual estão sujeitos, por ex., os credores e o governo), forçando-os a internalizar os efeitos adversos da assunção excessiva de risco.

Por sua vez, relativamente à dívida, tem sido sugerida por alguma literatura¹⁴⁴ a integração de títulos de dívida pública subordinada na remuneração¹⁴⁵ por a mesma ser capaz de sujeitar o banco emissor à disciplina de mercado e a uma contínua monitorização pelas agências de *rating*, pelos subscritores e investidores, sobretudo, institucionais (com recursos e experiência de controlo) que, no caso de risco de incumprimento do banco, procurarão reforçar os seus acordos (*convenants*) ou venderão as suas obrigações, sendo que, em qualquer dos casos, a informação tornar-se-á pública.

Comparativamente à detenção de acções e opções de acções, o preço de mercado da referida dívida traduz-se numa referência de assunção de risco mais sensível à redução do mesmo e ao valor de liquidação do banco visto que a dívida subordinada (sem garantias) é a última a ser paga, desincentivando o administrador de evitar a insolvência

¹⁴¹ JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., cit. 3, pp. 68-69

¹⁴² Cap. III.B e C

¹⁴³ BEBCHUK, Lucian & SPAMANN, Holger, cit. 47, pp. 43-45

¹⁴⁴ TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 24-40

¹⁴⁵ Em TUNG, Frederick, cit. 25, p. 24, o autor salienta que o peso da dívida não deve ser excessivo uma vez que um alinhamento perfeito entre os gestores e os credores pode impedir a criação de valor a longo-prazo. Sugere, ainda, que estes títulos deveriam ter um período de maturidade entre 8 e 10 anos e que os administradores deveriam receber dívida de cada emissão e detê-la pelo menos durante metade do seu período de maturidade.

a qualquer custo e promovendo-se, em última análise, o alinhamento de interesses entre os administradores e os credores e, conseqüentemente, os reguladores.

Estudos¹⁴⁶ demonstraram que, num contexto de crise, a detenção de dívida do banco (enquanto pensões, remuneração diferida e salário, cujo pagamento depende da solvência do banco) pelos administradores está relacionada com um melhor desempenho do mesmo durante a crise e com menor assunção de risco.

Por outro lado, alguma literatura sugere ligar a remuneração dos administradores dos bancos ao *CDS spread*. Como o valor do CDS varia em função das expectativas do mercado quanto ao risco de incumprimento do banco, a percepção de um aumento do risco de incumprimento, aumenta o CDS, acarretando, conseqüentemente, a diminuição da remuneração. Esta proposta implica menos custos, comparativamente a outro tipo de ligações da remuneração com a dívida, por não precisar ser diferida, além de ser mais fácil de aplicar, trazendo mais liquidez ao mercado da dívida.¹⁴⁷

Não obstante, outra secção da literatura alerta para o conflito de interesses entre os accionistas e os detentores de dívida que se torna mais relevante no caso de dívida com muito risco, bem como para o facto de esta proposta tornar a estrutura da compensação pouco simples e transparente e incentivar os gestores a deturpar os resultados contabilísticos usados para estabelecer o CDS.¹⁴⁸ Além disso, no mercado dos CDS releva o risco de contraparte.

N. Diferimento de montantes da remuneração variável e cláusulas de reversão (*clawbacks clauses*)

No âmbito das reformas que têm surgido para solucionar a crise, o diferimento da remuneração variável e as cláusulas de reversão, enquanto instrumentos de mitigação da

¹⁴⁶ TUNG, Frederick & WANG, Xue, Bank CEOs, *Inside Debt Compensation, and the Global Financial Crisis*, pp. 5-11 e 18-29

¹⁴⁷ BOLTON, Patrick, MEHRAN, Hamid & SHAPIRO, Joel, *Executive Compensation and Risk Taking*, pp. 1-33

¹⁴⁸ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 33-34

assunção de risco, têm merecido grande destaque¹⁴⁹ quer a nível comunitário com a Directiva 2010/76/UE, quer a nível nacional, onde foi transposta pelo DL n° 88/2011.

O DL n° 88/2011 impôs o diferimento de pelo menos 40% da componente variável da remuneração por um período não inferior a três a cinco anos ou 60 % se aquela componente for elevada e estabeleceu o carácter excepcional da remuneração variável garantida, cujo pagamento, incluindo a parte diferida, pode ser reduzido em caso de desempenho negativo do banco¹⁵⁰ que demonstre a incorrecção dos pressupostos da atribuição daquela remuneração¹⁵¹. O desempenho do banco também pode justificar a restituição de montantes já pagos¹⁵², por virem a ser considerados excessivos¹⁵³ (*clawback clause*). Assim se compreende que o pagamento das componentes de remuneração assentes no desempenho deva ser repartido ao longo de um período que considere o ciclo económico e os riscos de negócio do banco¹⁵⁴ e que o início do período de exercício de opções seja diferido por um prazo não inferior a três anos¹⁵⁵.

Sob o mesmo espírito, e na decorrência da Directiva 2010/76/UE que não considera boas práticas a pré-determinação de compensações por destituição com base em justa causa (*golden parachutes*), o DL n° 88/2011 e o Aviso do BdP n° 10/2011 estabeleceram limites ao montante de indemnização nos casos de rescisão antecipada do

¹⁴⁹ FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh & UNGUREANU, Maria-Cristina, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, pp. 56-57

¹⁵⁰ N° 24, als. j), s), t), u) e v) do Anexo XI do DL n° 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n° 88/2011)

¹⁵¹ Devido, por ex., a erros (*error-based clawbacks*), à existência de actividades fraudulentas (*fraud-based clawbacks*) e/ou à quebra de acordos restritivos (*breach of non compete or other restrictive covenant clawbacks*). PILV, Piia, SOLLO, Kimmo & BLACK, Sophie, *The Pay for performance challenge*, p. 5

¹⁵² Para possibilitar o retorno do pagamento da parcela remuneratória, há literatura que sugere a sujeição do pagamento em dinheiro ou valores mobiliários a um depósito do tipo "*escrow account*". GOMES, Fátima, cit. 6, p. 432

¹⁵³ Recentemente, muitas remunerações têm sido consideradas inflacionadas. Em THURM, Scott, *Options Given During Crisis Spell Large Gains for CEOs*, denuncia-se o facto de, em finais de 2008 e inícios de 2009, muitos administradores terem recebido acções e opções a valorizações muito baixas, beneficiando posteriormente de ganhos extraordinários.

Por sua vez, em BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, cit. 53, pp. 2-3, 6, 19-20 e 26, os autores dão conta de que os montantes astronómicos (na ordem dos \$2,4 biliões, só em bónus e em venda de acções do respectivo banco) recebidos pelos administradores dos bancos *Bear Stearns* e *Lehman Brothers*, a título de remuneração baseada no desempenho durante 2000-2008, não foram objecto de cláusulas de reversão.

¹⁵⁴ N° 24, al. h) do Anexo XI do DL n° 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n° 88/2011)

¹⁵⁵ Art. 8º, n° 3 do Aviso do BdP n° 10/2011

contrato, em função do desempenho, a fim de não ser recompensado o insucesso¹⁵⁶ (*rewards for failure*).

À luz dos princípios da confiança e segurança jurídica, o período em que pode operar a reversão, o seu montante máximo e os fundamentos possíveis devem ser objecto de uma determinação normativa prévia e precisa. A sensibilidade destes aspectos pode justificar que a aplicação das cláusulas de reversão se tenha centralizado nos incentivos diferidos, sendo menor a sua expressão nas acções adquiridas ao abrigo de opções ou em bónus já pagos¹⁵⁷.

Não obstante alguma controvérsia¹⁵⁸, o diferimento de parte da remuneração variável juntamente com as cláusulas de reversão, graças à incerteza que acarretam relativamente a determinadas parcelas remuneratórias, reduzem o apetite dos administradores pelo risco ao promover a valorização dos ganhos a longo prazo.

Todavia, o efeito das cláusulas de reversão é enfraquecido nos casos em que o administrador obtém grandes montantes através das demais componentes da sua remuneração não sujeitas a este mecanismo¹⁵⁹, podendo esta falha ser atenuada com o aumento da proporção da parte da remuneração diferida¹⁶⁰.

Ademais, o alinhamento entre os incentivos das cláusulas de reversão e a perspectiva de longo prazo dos accionistas não é perfeito pois nem toda a diminuição do desempenho do banco (e inerente perda accionista) desencadeia a aplicação da cláusula de reversão¹⁶¹.

¹⁵⁶ N.º 24, al. o) do Anexo XI do DL n.º 104/2007 (aditado pelo art.º 4 do DL n.º 88/2011) e art. 10.º do Aviso do BdP

¹⁵⁷ MILLER, Alex, *Will claw back clauses improve performance?*

¹⁵⁸ LEISEN, Dietmar, *How Bonus Deferral Changes Risk Taking*, pp. 2-23

¹⁵⁹ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 28-29

¹⁶⁰ BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, cit. 53, p. 26

¹⁶¹ BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, cit. 23, pp. 28-29

O. A relação entre o governo societário e a regulação dos bancos

A relação entre a regulação e o governo societário dos bancos é intrincada¹⁶², podendo aquela funcionar como substituto do *debtholder governance* ou como complemento do *equity governance*.¹⁶³

A regulação assume o papel de uma segunda e externa parte a partilhar os riscos do banco. Os sistemas de garantia de depósitos e de *lend of last resort*, além de desincentivarem o zelo dos credores e falsearem a concorrência, tornam os accionistas dispostos a assumirem mais risco. Com efeito, como já se analisou¹⁶⁴, no caso de sucesso de investimentos arriscados, gera-se um elevado nível de retorno, enquanto no caso de fracasso dos mesmos e consequente falência do banco, por a mesma ser considerada potenciadora do efeito de contágio dado o elevado risco sistemático, procede-se ao *bail out* do banco considerado *too big too fail*¹⁶⁵.

Neste contexto, a regulação pode actuar como um substituto do *debtholder governance*, servindo o interesse público (nomeadamente, a protecção dos consumidores dos serviços dos bancos), através, por ex., de medidas prudenciais (tais como requisitos de liquidez) de modo a prevenir a produção de externalidades negativas.

Diferentemente, a relação entre a regulação e o *equity governance* é mais complexa visto que os accionistas, especialmente os mais diversificados, têm como principal objectivo a obtenção de retornos elevados. Por isso, o esquema de incentivos da remuneração desejado pelos accionistas diverge do desejado pelo regulador e credores.

O governo societário dos bancos deve, por conseguinte, ter em consideração o efeito da regulação aplicável ao sector bancário já que a regulação actua sobre o banco (quer ao nível do banco individual, quer ao nível do sector bancário) como uma força externa, independente do mercado, exercendo um efeito disciplinador sobre os accionistas e os gestores.

¹⁶² ADAMS, Renee, *Governance and the Financial Crisis*, p. 3

¹⁶³ MÜLBERT, Peter O., cit. 7, pp.25-26

¹⁶⁴ Cap. III.C

¹⁶⁵ VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 5-6

Porém, a própria regulação prudencial¹⁶⁶, que procura lidar com o risco moral dos bancos, depara-se com alguns obstáculos, tais como a determinação do que seja a decisão eficiente, dada a desvantagem informativa do regulador que, tampouco, possui os conhecimentos especializados necessários à avaliação de uma série de variáveis relacionadas com uma actividade progressivamente opaca (como, por ex., a carteira de activos do banco e o respectivo risco). Contra, poderá referir-se, no entanto, que a regulação da remuneração não é mais exigente em termos de informação que a de outras áreas, além de que os detentores da informação privilegiada não são quem detém os incentivos necessários à prossecução dos interesses dos credores. Tampouco são unânimes as críticas relacionadas com a falta de legitimidade do governo para restringir a livre iniciativa económica na fixação da remuneração já que a legitimidade pode ser encontrada no seu interesse na solidez dos bancos; nem com a eventual perda de poder da remuneração em atrair talento visto que aquilo que se propõe é regular a estrutura da remuneração e não o seu montante; e nem com o alegado aumento de poder, e consequentes abusos, conferido, desta forma, aos reguladores já que os mesmos sempre dispuseram do poder de regular a remuneração, mas optaram antes por não usá-lo.¹⁶⁷

Por outro lado, levantam-se, igualmente, dúvidas relacionadas com a regulação da remuneração por meio de políticas taxativas, tendo sido demonstrado que as mesmas não são idóneas à redução do risco de incumprimento, assim como também não são adequadas políticas de limitação do tamanho do banco que se vê, consequentemente, forçado a canalizar uma proporção maior dos seus fundos para oferecer como remuneração num mercado de trabalho competitivo¹⁶⁸, nem políticas de imposição do recurso a remuneração fixa visto que a mesma é paga independentemente do desempenho do banco.¹⁶⁹

Por conseguinte, justifica-se, a meu ver, perguntar perante quem os reguladores respondem no que respeita ao mérito da sua actuação: “*Quem guarda os guardas?*”. A

¹⁶⁶ Destacam-se os Princípios do Comité de Basileia sobre *Corporate Governance* (Março 2010) e o Livro Verde sobre Governação de Instituições Financeiras (2010).

¹⁶⁷ BEBCHUK, Lucian & SPAMANN, Holger, cit. 47, pp. 39-40 e 45-48

¹⁶⁸ De facto, em VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, cit. 47, pp. 24, demonstra-se que os bancos maiores estão associados a menor assunção de risco porque tem acesso a fontes de financiamento mais diversificadas e líquidas e a técnicas de gestão de risco mais avançadas.

¹⁶⁹ THANASSOULIS, John, cit. 133, pp. 25-33

resposta a esta questão deverá passar por uma legitimação técnico-procedimental, ou pelo controlo jurisdicional ou, simplesmente, democrática.

De qualquer forma, a gestão de riscos deverá envolver supervisão prudencial (conhecimentos especializados capazes de avaliar a exposição do banco ao risco, em que enveredou, sobretudo, através do crédito), *lender of last resort* e garantia de depósitos (de modo a resolver problemas de liquidez, prevenir a corrida aos depósitos e a contaminação a outros bancos) e restrições à concorrência (através do estabelecimento de entraves à entrada de novos concorrentes no mercado e da restrição de fusões, aquisições e *takeovers*)¹⁷⁰ e a regulação *da titularidade de activos* (fundamental para evitar o controlo dos credores e devedores por um titular comum e evitar a concentração excessiva de mercado).¹⁷¹

¹⁷⁰ Não obstante, a desregulação, também, pode oferecer vantagens ao nível da consolidação do sector bancário através da facilitação das operações de fusão e aquisição que tem efeitos de mercado disciplinadores. ADAMS, Renee, cit. 162, pp. 3-4

¹⁷¹ CIANCANELLI, Penny & REYES-GONZALEZ, José Antonio, cit. 45, pp. 19, 21

VII. A RELAÇÃO DA REMUNERAÇÃO COM O DESEMPENHO

P. Introdução – A remuneração pelo desempenho (*Pay for performance*)

Desde meados da década de 90 do século XX, especialmente em virtude da desregulação¹⁷², que a associação da remuneração ao desempenho é intensamente utilizada como instrumento de alinhamento entre os interesses dos administradores e os de longo prazo dos accionistas.

A nível nacional, a ideia de remuneração pelo desempenho é concretizada pelo CGS da CMVM de 2010¹⁷³ ao estabelecer que a “*remuneração dos membros do órgão da administração deve (...) basear-se em avaliação de desempenho*”, pela Lei nº 28/2009 que intensificou a influência dos accionistas no processo de fixação da remuneração dos administradores, pela Lei nº 88/2011 que procedeu à transposição da Directiva 2010/76/UE, e, ainda, pelo Aviso do BdP nº 10/2011¹⁷⁴.

Como se viu, nas duas últimas décadas, a ligação entre remuneração e desempenho foi essencialmente concretizada através da partilha de titularidade e provocou um aumento exponencial da remuneração dos administradores, nomeadamente, da respectiva componente variável (acções e bónus).

O incremento excepcional da remuneração tem sido, sobretudo, explicado pelo fracasso do governo dos bancos e do abuso de poder dos administradores¹⁷⁵, pelas forças de mercado que garantem os níveis de remuneração adequados à captação de talentos e à motivação dos administradores¹⁷⁶, ou, ainda, com base na sua inflação por força do efeito *Lake Wobegon*¹⁷⁷.

¹⁷² TUNG, Frederick, cit. 25, pp. 15-19

¹⁷³ Secção II.1.5.1.

¹⁷⁴ Art. 8º, nº 1

¹⁷⁵ BEBCHUK, L. & FRIED, J., cit. 56, entre outros, apud FAULKENDER, Michael & YANG, Jun, *Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups*, p. 4

¹⁷⁶ MURPHY, K. & ZABOJNIK, J., *CEO pay and appointments: a market-based explanation for recent trends* (2004), entre outros, apud FAULKENDER, Michael & YANG, Jun, cit. 175, p. 4

¹⁷⁷ HAYES, R. & SCHAEFER, S., *CEO pay and the Lake Wobegon effect*, (2009), apud FAULKENDER, Michael & YANG, Jun, cit. 175, p. 4

Por conseguinte, bem se vê que a ligação entre remuneração e desempenho nem sempre foi evidente. Pelo contrário, está demonstrado que o crescimento da remuneração se deu independentemente da capitalização do mercado, dos GPA e do lucro dos bancos, como bem ilustra o mau desempenho de inúmeros bancos, tais como o *Northern Rock* ou o *HBOS*¹⁷⁸.

A este propósito, é de realçar que os crescentes casos de voto negativo dos accionistas em matéria de política de remuneração resultaram, precisamente, do facto dos níveis de remuneração apresentados se mostrarem excessivos em face dos retornos accionistas negativos e do facto dos incentivos de longo prazo assentarem em factores diferentes do desempenho.

Mas se o desempenho não é o factor determinante do elevado nível da remuneração, este já poderá ser explicado, segundo alguma literatura¹⁷⁹, pelo peso significativo de acções e opções de acções na sua composição, pela presença de investidores institucionais, pela existência de uma comissão de remuneração independente que segue as orientações destes últimos ou que acaba por ser capturada pelos próprios administradores (*board capture theory*) – caso em que a remuneração deixa de ser solução para o problema de agência para passar a ser parte dele – ou, ainda, pela dimensão do banco – caso em que a política de remuneração se pode transformar numa política de *empire building* –¹⁸⁰.

Além dos factores referidos, há que considerar a complexidade da ligação da remuneração ao desempenho, cuja eficácia exige a definição: do tipo de desempenho objecto de avaliação, dos objectivos (a curto, médio e longo prazo), das medidas de avaliação e respectiva diversificação, do potencial de cada elemento da estrutura de remuneração (bónus, acções, pensões, etc.) para alinhar os interesses dos administradores com os dos accionistas¹⁸¹ e dos aspectos a serem divulgados.

Note-se que, nesta matéria, a meu ver, a prestação de informação é potenciadora da avaliação externa da relação entre remuneração e desempenho, da repartição interna dos

¹⁷⁸ Cf. anexo VII

¹⁷⁹ FERNANDES, Nuno, FERREIRA, Miguel, MATOS, Pedro & MURPHY, Kevin, *The Pay Divide: (Why) are U.S. Top Executives Paid More?*, pp. 27-28

¹⁸⁰ NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira do, *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*, p. 85

¹⁸¹ PILV, Piia, SOLLO, Kimmo & BLACK, Sophie, cit. 151, pp. 2-3

níveis de remuneração, dos critérios de avaliação do desempenho, dos resultados dessa avaliação e do montante de remuneração fixado em resultado dessa avaliação. Repare-se, por exemplo, que segundo a Lei nº 28/2009 a declaração sobre política de remuneração submetida à AG deve conter informação relativa aos mecanismos e critérios de alinhamento de interesses entre administradores e sociedade¹⁸².

A divulgação pública dos referidos aspectos da política de remuneração dá azo a uma aferição social da justiça da mesma, o que sendo susceptível de gerar agitação social, acaba por funcionar como prevenção de possíveis abusos¹⁸³.

Como qualquer ideia padrão, a estrutura da remuneração pelo desempenho deve ser adequada ao caso concreto¹⁸⁴ pelo que as suas diferentes variáveis deverão ser objecto da escolha dos accionistas de cada banco em face das respectivas características. Talvez, por isso, ainda não se tenha regulado o nível quantitativo da remuneração.

Ponto assente é que a remuneração deve ser suficientemente elevada para captar e fidelizar os gestores mais competentes (detentores de conhecimento técnico adequado à complexidade e especialização de um banco), mas tampouco pode ser demasiado alta a ponto de consubstanciar um peso no património do banco e comprometer a sua sustentabilidade a longo prazo.¹⁸⁵

Q. Remuneração pelo desempenho – novos desafios

O desafio das sociedades, e em concreto das instituições financeiras, é captar a energia dos seus trabalhadores para a prossecução dos objectivos da organização. O bom desempenho depende do esforço do agente e do mercado e não existe sem motivação.

Pois bem, a remuneração só funciona como incentivo até determinado ponto¹⁸⁶. Além dos bens tangíveis como dinheiro, comida, roupa, casa, os bens intangíveis como saúde,

¹⁸² Art. 2º, nº 3

¹⁸³ CÂMARA, Paulo, cit. 94, p. 202

¹⁸⁴ PINHEIRO, Rita Margarida Gomes, *A Política de Remuneração dos Administradores nas Sociedades Anónimas*, p. 5

¹⁸⁵ CÂMARA, Paulo, cit. 94, p. 202

¹⁸⁶ WINTER, Jaap, *Corporate Governance Going Astray: Executive Remuneration Built to Fail*, p. 22

relações interpessoais, respeito, honra, independência, conhecimento, poder e bem-estar dos outros são igualmente objecto de grande interesse¹⁸⁷.

Por conseguinte, a estrutura da remuneração só seria óptima enquanto fonte de incentivo se permitisse uma correspondência perfeita entre o desempenho ambicionado pelo banco e todos os bens valorizados pelo administrador.

Apesar da remuneração não poder ser fonte de todos os incentivos, reconhece-se que o dinheiro é maioritariamente utilizado nas estruturas de incentivos por se tratar de um bem fungível e que facilmente varia em função do desempenho.

Em minha opinião, a escolha dos diversos elementos da componente variável da remuneração, bem como o peso de cada um, devem estar associados ao desempenho. Não obstante, como se observou no ponto anterior, são várias as dificuldades subjacentes à concretização da relação entre remuneração e desempenho e, por isso, vários passos poderão ser dados no sentido da mesma.

Em primeiro lugar, deverão ser definidos os objectivos a alcançar e os comportamentos a encorajar. Uma vez definidos, deverá seguir-se uma consciencialização do modo como cada elemento integrante da remuneração (parte fixa, parte variável e dentro desta: acções, opções de acções, bónus, dívida, etc.) se conecta com o desempenho. Já em matéria de avaliação, os critérios a adoptar deverão ser multidisciplinares de modo a se conseguir avaliar o desempenho quer da gestão, quer do banco independentemente da volatilidade da conjuntura donde decorre que não se pode adoptar apenas 1 ou 2 indicadores (o critério dos GPA ou o do retorno accionista não avalia por si só o desempenho). Neste sentido, o DL n° 88/2011 estabelece que a aferição do desempenho utilizada para calcular as componentes variáveis da remuneração deve ter em conta todos os tipos de risco actuais e futuros¹⁸⁸. Além disso, haverá, ainda, que considerar que são vários os objectivos a prosseguir pela remuneração que não é somente a contrapartida pela prestação de trabalho, mas também a recompensa pela sustentabilidade e boa reputação do banco, captação de talentos, etc.. Com efeito, o melhor desempenho não é apenas conseguir os melhores resultados suportando os menores riscos (embora o risco, além de factor de indexação da remuneração, possa ser

¹⁸⁷ Para uma análise mais desenvolvida deste ponto vd. JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H., *The Nature of Man*

¹⁸⁸ N° 24, al. p) do Anexo XI do DL n° 104/2007 (aditado pelo art. 4° do DL n° 88/2011)

um dos critérios de avaliação do desempenho). Ainda no âmbito da concretização da relação entre remuneração e desempenho, deverá fazer-se, como indica alguma doutrina¹⁸⁹, nos anos posteriores, o exercício comparativo da proporção entre remuneração e desempenho do banco (o que é diferente da comparação do nível da remuneração que, como se referiu, induz o seu aumento) com a dos *peers groups*. Deverão ser, ainda, introduzidos, previamente, mecanismos de correcção como as já referidas cláusulas de reversão.

¹⁸⁹ PILV, Piia, SOLLO, Kimmo & BLACK, Sophie, cit. 151, pp. 1-5

VIII. CONCLUSÃO

A influência da remuneração dos administradores na presente crise coloca o tema da remuneração, no sector financeiro, no centro do debate público como um dos mais relevantes a nível económico e social.

O governo dos bancos tem por missão gerir uma teia de relações entre múltiplos intervenientes, com conflitos de interesses específicos, no âmbito de uma actividade, ela própria, com particularidades. A política de remuneração dos administradores dos bancos surge, neste contexto, como uma fonte importante de incentivos, podendo contribuir para a superação da crise.

Não obstante, a actual crise financeira demonstrou que a ligação entre remuneração e desempenho malogrou em termos de prossecução dos objectivos de longo prazo da sociedade. Com efeito, o esquema de incentivos da estrutura remuneratória vigente nos anos que precederam a crise, assente em acções e na atribuição de bónus, promoveu a assunção excessiva de risco.

Por conseguinte, várias reformas normativas têm sido empreendidas, quer a nível internacional, quer nacional, no sentido de incrementar boas práticas em matéria de remuneração e evitar esquemas remuneratórios desincentivadores. Destaca-se a imposição de deveres ao nível da constituição de comissão de remunerações, da elaboração de uma declaração sobre política de remuneração e da divulgação de informação. Em particular, no sector financeiro, assistiu-se a uma explosão de regras, marcadamente injuntivas, distanciando o governo dos bancos da lógica originária de *comply or explain*.

Não obstante, falta uma visão integrada a aspectos fundamentais da remuneração como a questão da competência para a sua fixação e para a fixação da política remuneratória. Além disso, subsiste, ainda, a necessidade de um maior desenvolvimento normativo que confira unidade ao tratamento da temática da remuneração que se encontra fraccionada por fontes dispersas, especialmente no sector bancário.

Não existe uma estrutura-padrão óptima de incentivos uma vez que é da aplicação do princípio da proporcionalidade que resulta o equilíbrio entre as regras progressivamente

injunctivas, neste sector, e as particularidades da actividade bancária e dos respectivos conflitos de interesses e as características específicas de cada banco, atendendo, ainda, às circunstâncias externas.

E é nesta linha, em suma, que deve ser decidido o peso exacto de cada um dos possíveis elementos integrantes da remuneração (acções, opções de acções, bónus, dívida, etc.) de forma a criar incentivos de longo prazo assentes no desempenho.

ANEXO I – Principais abreviaturas e siglas

- **Al.** – Alínea
- **Art.** – Artigo
- **B** – Biliões
- **BdP** – Banco de Portugal
- **BES** – Banco Espírito Santo
- **BHC** – *Bank holding companies*
- **BPI** – Banco Português de Investimento
- **BPN** – Banco Português de Negócios
- **BPP** – Banco Privado Português
- **Cap.** – Capítulo
- **CDS** – *Credit default swap*
- **CEBS** – *Committee of European Banking Supervisors*
- **CEO** – *Chief Executive Officer*
- **CGD** – Caixa Geral de Depósitos
- **CGS** – Código de Governo das Sociedades
- **CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- **CSC** – Código das Sociedades Comerciais
- **CVM** – Código de Valores Mobiliários
- **DL** – Decreto-Lei
- **EBA** – *European Banking Authority*
- **ERC** – *Earnings Response Coefficient*
- **ERR** – *Earnings Response Residual*
- **FDIC** – *Federal Deposit Insurance Corporation*

- **FGD** – Fundo de Garantia de Depósitos
- **FTSE** – *Financial Times Stock Exchange*
- **GPA** – Ganhos por acção (*EPS – Earnings per share*)
- **I.e.** – Isto é
- **IPO** – Oferta Pública Inicial
- **M** – Milhões
- **Por ex.** – Por exemplo
- **RGICSF** – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
- **RVA** – Remuneração variável em acções
- **VAL** – Valor actual líquido

ANEXO II – Superioridade da remuneração no sector da banca

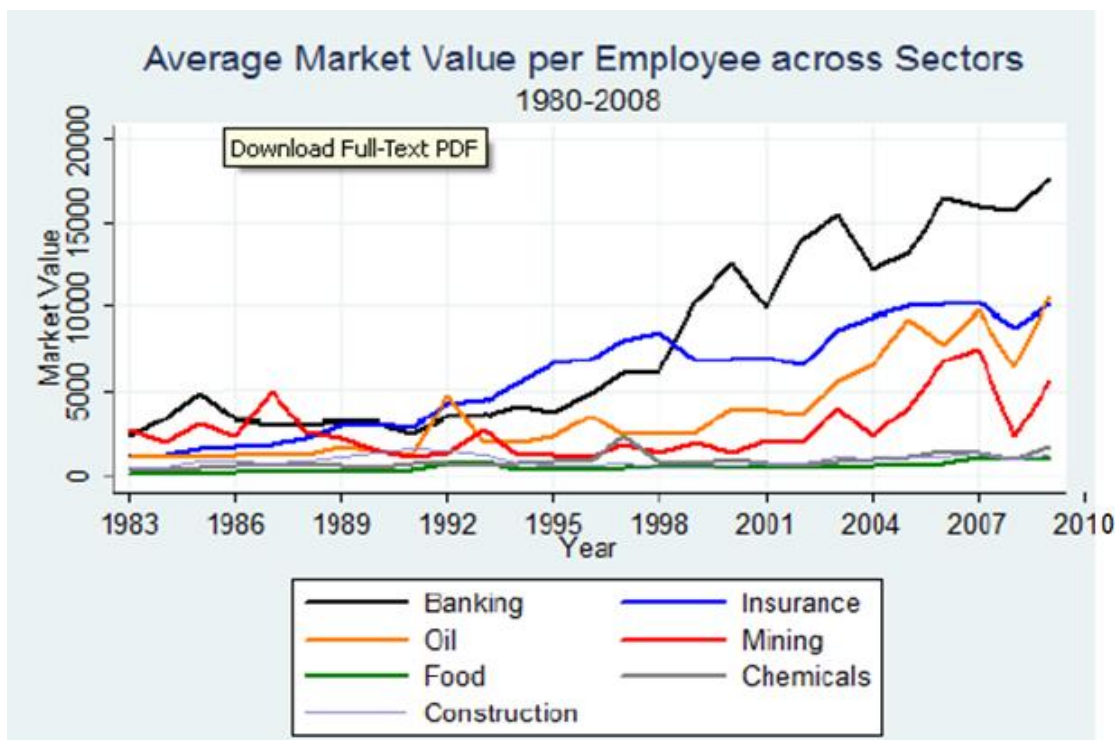


Figura 1 – Média do valor dos activos da empresa por cada trabalhador no contexto das 50 maiores empresas, por sector, em França, entre 2005 – 2007

Fonte: CELERIER, Claire, *Compensation in the Financial Sector: Are all Bankers Superstars?*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1836889>, p. 30

ANEXO III – Evolução da remuneração dos administradores dos bancos

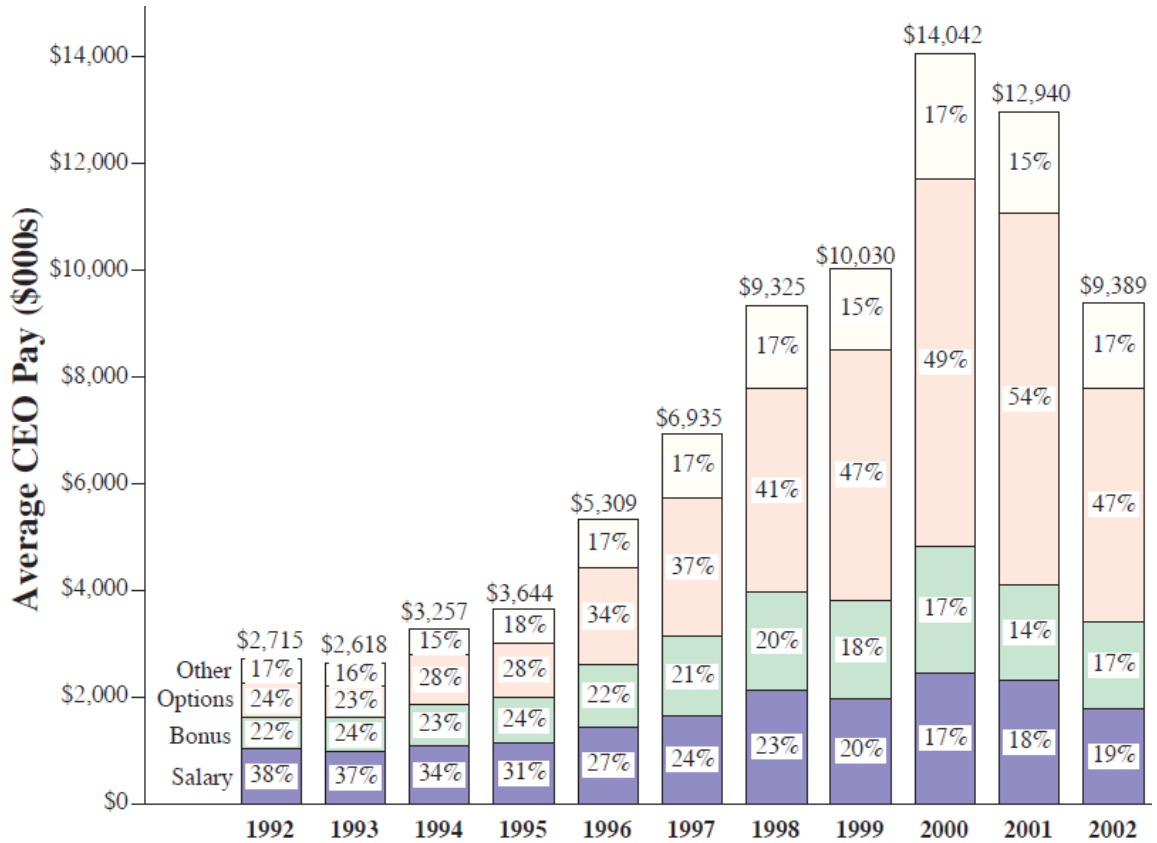


Figura 2 – Evolução da remuneração média dos CEOs das empresas do índice S&P 500, entre 1992 e 2002

Fonte: JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, (2004), disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>, p.31

ANEXO IV - Rácio entre a remuneração variável e a remuneração fixa dos administradores das sociedades cotadas em Portugal

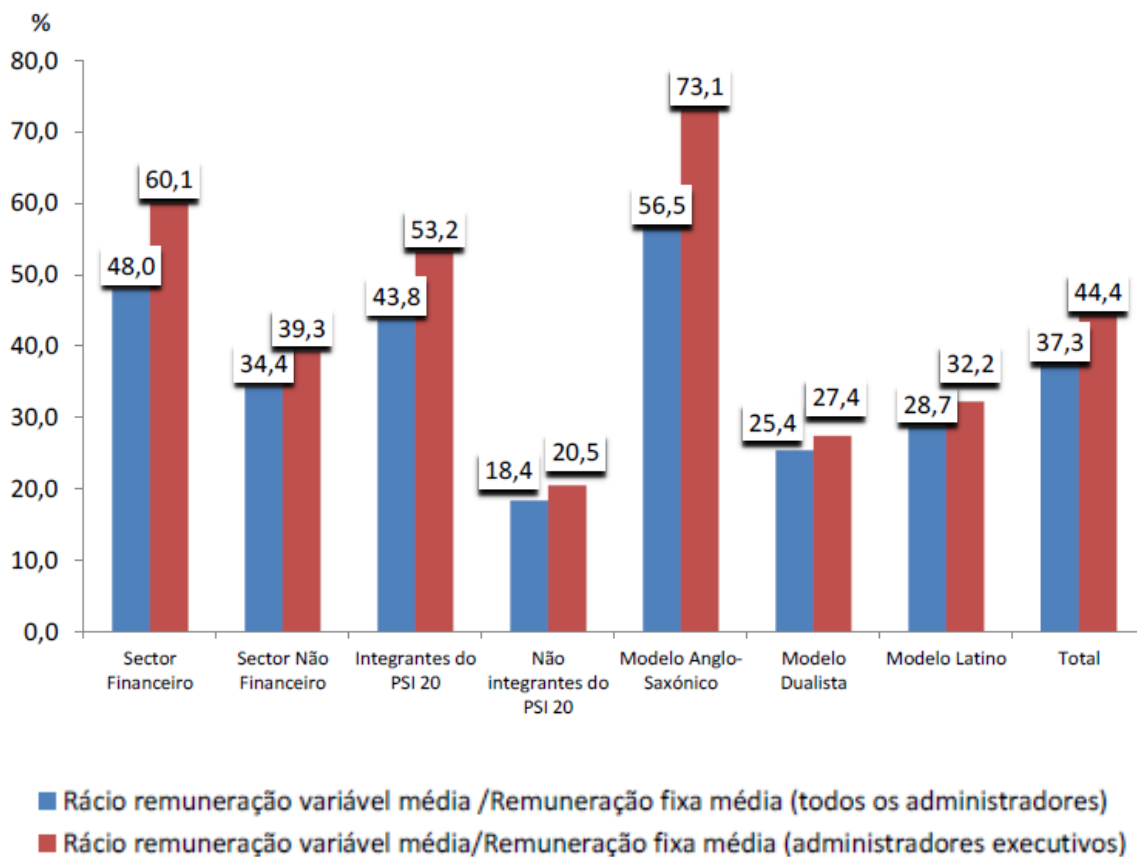


Figura 3 – Rácio entre a remuneração variável média e a remuneração fixa média

Fonte: CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas 2010*, (2012), disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012_cap%20I.3.pdf, secção I.3.1.1.

Segundo o referido relatório, a componente fixa da remuneração paga aos administradores registou um aumento transversal às sociedades independentemente do respectivo sector, dimensão ou modelo societário, sendo que, no caso do BCP, voltou novamente a verificar-se, em 2010, a concentração da totalidade da remuneração na componente fixa.

ANEXO V – Estrutura da remuneração do BPI e do BES

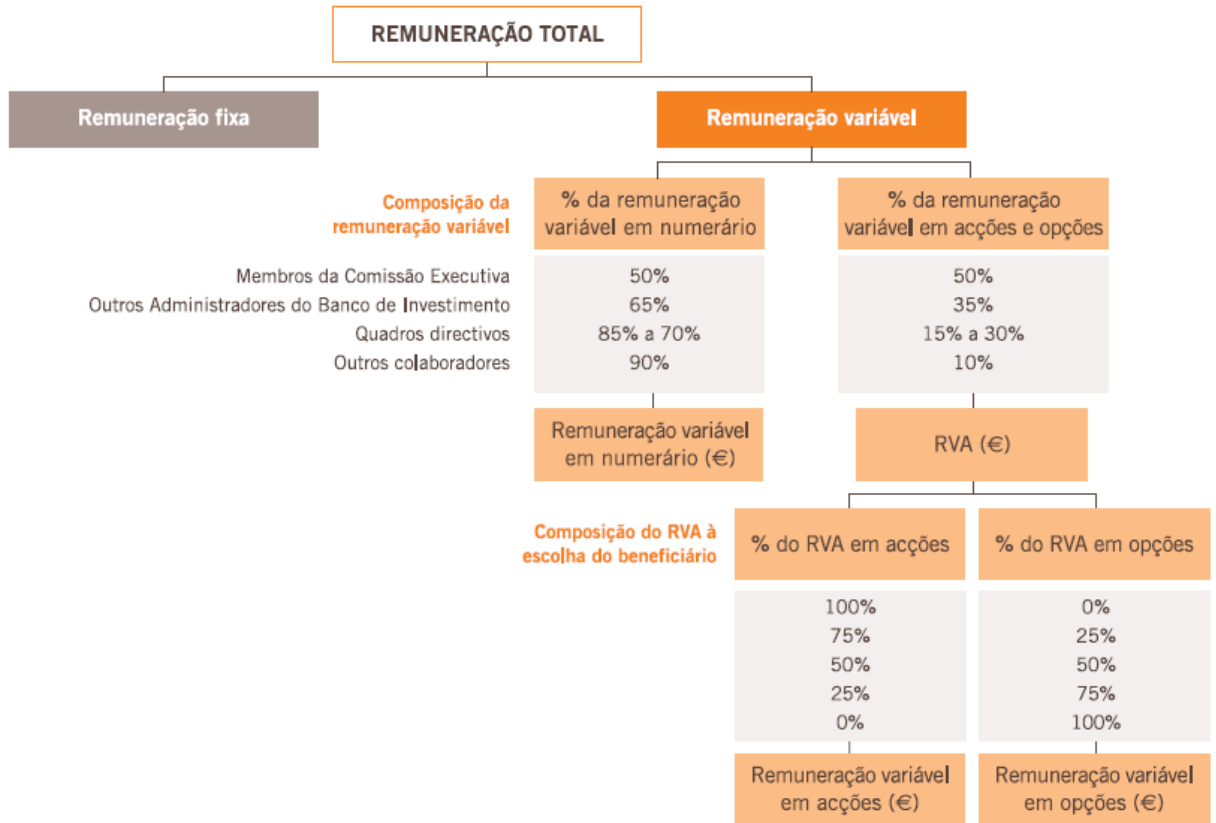


Figura 4 – Estrutura da remuneração do banco BPI

Fonte: BPI, *Relatório e Contas do Banco BPI de 2011*, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/RGS39744.pdf>, p. 286

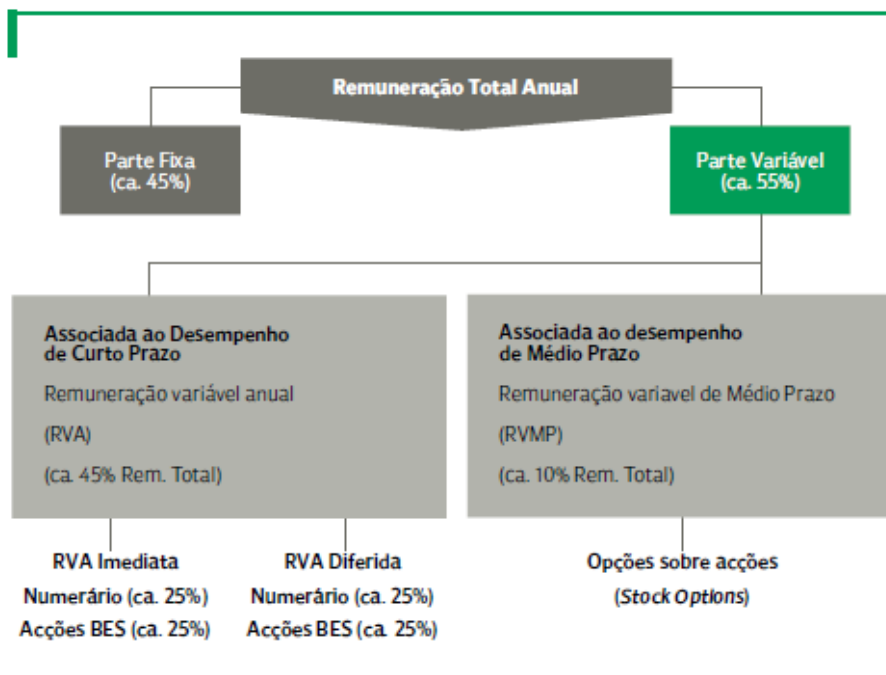


Figura 5 – Estrutura da remuneração dos membros da comissão executiva do BES

Fonte: BES, *Relatório e Contas 2011 do BES*, disponível em <http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=cc43ffef-195b-4a87-9148-d64b04094a4d>, p.

47

ANEXO VI - Esquema de bônus

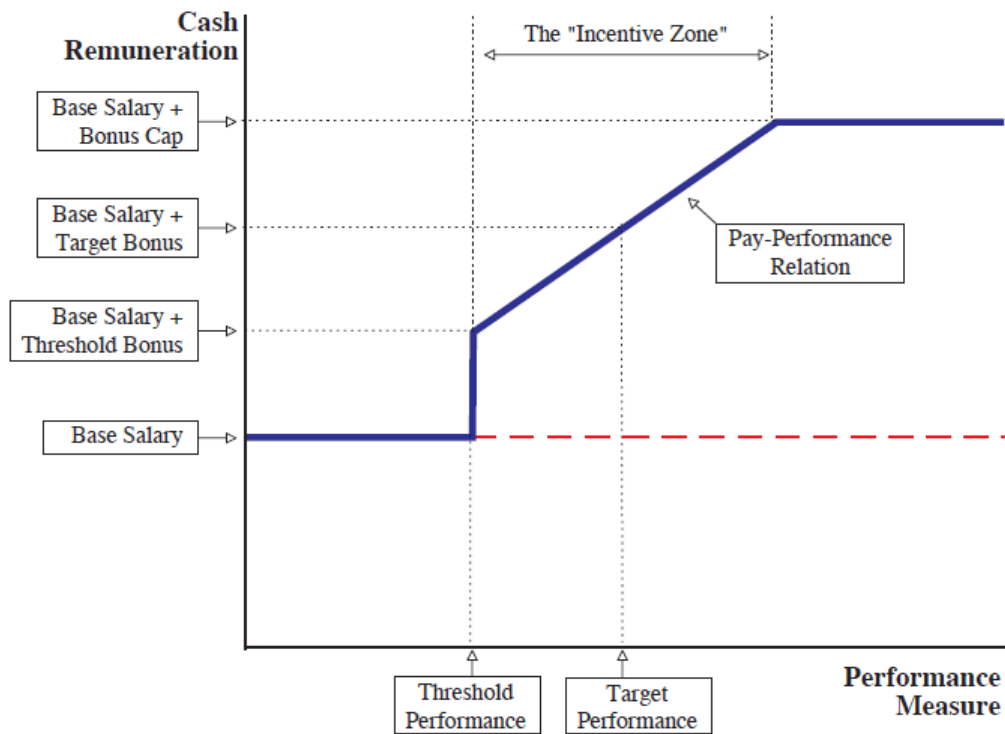


Figura 6 – Ilustração das componentes de um esquema típico de bônus anual

Fonte: JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, (2004), disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>, p. 70

ANEXO VII – Relação entre a evolução da remuneração dos administradores dos bancos e a evolução do mercado

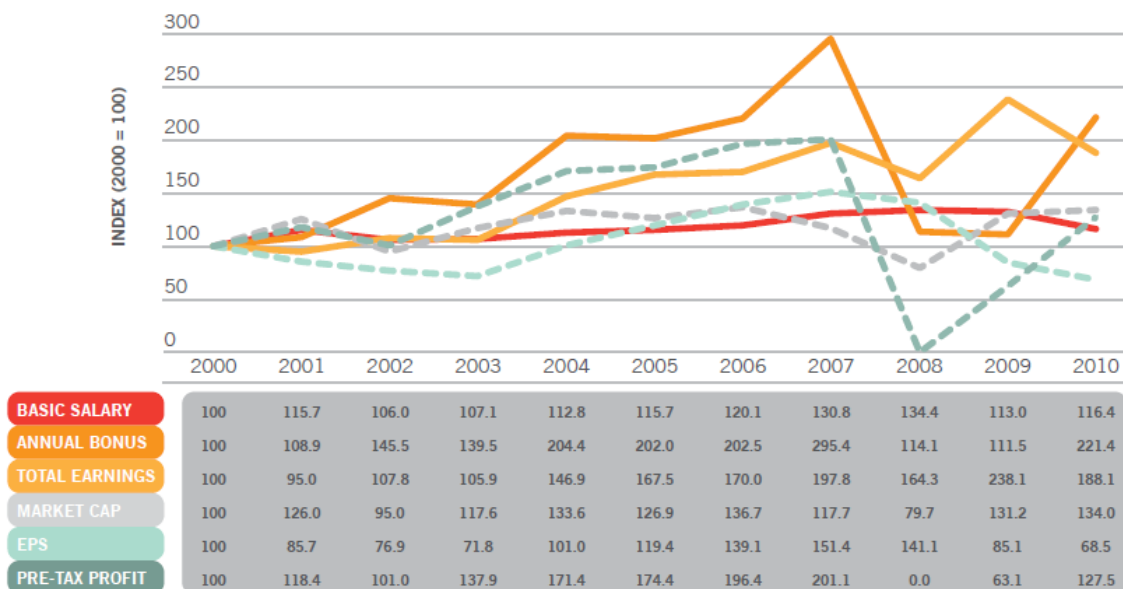


Figura 7 – Relação entre a evolução da remuneração do CEO e a dos indicadores de mercado no contexto dos seguintes bancos: *3i Group, Rathbone Brothers, Investec, Bradford & Bingley, Abbey National, Royal Bank of Scotland, Legal & General, Egg, Admiral, Schroders, Lloyds Banking Group, Halifax, Alliance & Leicester, Standard Chartered, National Westminster, HBOS, Alliance Trust, Standard Life, Northern Rock, HSBC Holdings, Barclays*, no período decorrente entre 2000 e 2010

Fonte: TATTON, Steve, ELSTON, Adam & MATTHEWS, Jessica, *What are we paying for? Exploring executive pay and performance*, (2011), disponível em <http://highpaycommission.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/HPC-DPperformance.pdf>, p. 37

BIBLIOGRAFIA

ADAMS, Renée, *Governance and the Financial Crisis*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1398583>

ADAMS, Renee, *Introduction to Chapter 23 of Corporate Governance: Governance of Banking Institutions*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541670>

AGARWAL, Sumit & WANG, Hefei, *Perverse Incentives at the Banks? Evidence from a Natural Experiment*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1287689>

ANTUNES, José Engrácia, *Director's remuneration in listed companies. Portugal*, (2008), disponível em http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/portugal_update_2008.pdf

BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse, *Executive Compensation as an Agency Problem*, (2003), disponível em <http://ssrn.com/abstract=364220>

BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, (2005), disponível em <http://ssrn.com/abstract=761970>

BEBCHUK, Lucian & SPAMANN, Holger, *Regulating Bankers' Pay*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1410072>

BEBCHUK, Lucian A. & FRIED, Jesse M., *Paying for Long-Term Performance*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1535355>

BEBCHUK, Lucian, COHEN, Alma & SPAMANN, Holger, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1513522>

BELTRATTI, Andrea & STULZ, René M., *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1433502>

BENDER, Ruth, *The Platonic Remuneration Committee*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1782642>

- BHAGAT, Sanjai & BOLTON, Brian, *Bank Executive Compensation and Capital Requirements Reform*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1781318>
- BHAGAT, Sanjai & ROMANO, Roberta, *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1336978>
- BHATTACHAYYA, Sugato & PURNANANDAM, Amiyatosh, *Risk-Taking by Banks: What Did We Know and When Did We Know It?*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1619472>
- BOLTON, Patrick, MEHRAN, Hamid & SHAPIRO, Joel, *Executive Compensation and Risk Taking* (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1635349>
- BORGES, Sofia Leite, *O Governo dos Bancos*, (2011), in CÂMARA, Paulo [et al.], *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, (2011)
- CÂMARA, Paulo, “Say on pay”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, in *Revista da Concorrência e Regulação*, Ano I, Número 2, (2010)
- CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, in CORDEIRO, António Menezes (dir.), *Revista de Direito das Sociedades*, Número 1, Almedina, (2011)
- CÂMARA, Paulo, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatômico*, in CÂMARA, Paulo (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra Almedina, (2010)
- CÂMARA, Paulo, *Crise Financeira e Regulação*, *Revista da Ordem dos Advogados*, (2009)
- CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, in CÂMARA, Paulo & MAGALHÃES, Manuel (coord.), *O Novo Direito Bancário*, Almedina, (2012)
- CÂMARA, Paulo, *Remuneração*, in CÂMARA, Paulo (coord.), *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, (2012)

CÂMARA, Paulo, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: Uma Visão Transversal Sobre o Tema*, (2011), in CÂMARA, Paulo [et al.], *O Governo das Organizações - A vocação universal do corporate governance*, Almedina, (2011)

CAREY, Mark & STULZ, René, *The Risks of Financial Institutions*, (2005), disponível em <http://ssrn.com/abstract=743130>

CARNEY, John, “Better” Corporate Governance Made Banks Riskier, (2009), disponível em http://articles.businessinsider.com/2009-08-29/wall_street/30013715_1_financial-crisis-banks-governance

CARNEY, John, *How “Say On Pay” Might Make Banks Even Riskier*, (2009), disponível em http://articles.businessinsider.com/2009-08-12/wall_street/30048166_1_executives-compensation-entire-financial-sector

CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia & MOLYNEUX, Philip, *Introduction to Banking*, Essex, (2006)

CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices*, (2010), disponível em <http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/2010/Remuneration/Guidelines.pdf>

CELERIER, Claire, *Compensation in the Financial Sector: Are all Bankers Superstars?*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1836889>

CHENG, Ing-Haw, HONG, Harrison & SCHEINKMAN, Jose, *Yesterday’s Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1502762>

CIANCANELLI, Penny & REYES-GONZALEZ, José Antonio, *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*, (2000), disponível em <http://ssrn.com/abstract=253714>

CMVM, *Código de Governo das Sociedades da CMVM*, (2010), disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/CodigodeGovernodasSociedadesCMVM2010.pdf>

CMVM, *Código de Governo das Sociedades*, (2007), disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Set2007/Documents/f6bac7142a7447fa89b0e8f3d91bea0bCodigoGS15022008_2_.pdf

CMVM, *Consolidação de Fontes Normativas e do CGS*, (2010), disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/ConsFontesGS022010.pdf>

CMVM, *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, (2005), disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Nov2005/Documents/43d104c4a8434d1ea100c3565316970erecomendacoesNov2005.pdf

CMVM, *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, (2003), disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Nov2003/Pages/completo.aspx

CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*, (2009), disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx#226>

CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*, (2012), disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012.pdf

CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito Bancário*, 4º ed., Almedina, (2010)

EBA, *EBA Guidelines on Internal Governance*, (2011), disponível em http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/2011/EBA-BS-2011-116-final-%28EBA-Guidelines-on-Internal-Governance%29-%282%29_1.pdf

FAHLENBRACH, Rüdiger & STULZ, René, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1439859>

FAULKENDER, Michael & YANG, Jun, *Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=972197>

FERNANDES, Nuno, FERREIRA, Miguel, MATOS, Pedro & MURPHY, Kevin, *The Pay Divide: (Why) are U.S. Top Executives Paid More?*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1341639>

FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh & UNGUREANU, Maria-Cristina, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>

FORD, Guy, *Compensation Structure and Portfolio Selection in a Banking Firm*, (2008), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1346139>

FREDERICK W. Cook & Co., Inc., *The 2011 Top 250: Long-Term Incentive Grant Practices for executives*, (2011), disponível em http://www.fwcook.com/alert_letters/2011_Top_250_Long-Term_Incentive_Grant_Practices_for_Executives.pdf

FRIEDMAN, Jeffrey, *Bank Pay and the Financial Crisis*, Wall St. J. Online (28 de Setembro de 2009), disponível em <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204488304574429293838639418.html>

GIÃO, João Sousa, *Conflito de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima. Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in CÂMARA, Paulo (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, (2010)

GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, tese de doutoramento, Almedina, (2011)

GOMES, Fátima, *Remuneração de administradores de sociedades anónimas "cotadas", em geral, e no sector financeiro, em particular*, in DUARTE, Rui Pinto, VASCONCELOS, Pedro Pais de & ABREU, J. Coutinho de (coord.), *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, (2011)

- GUEDES, Inês Ermida de Sousa, *A Remuneração dos Administradores – Perspectiva a partir da crise de 2008*, Almedina, (2011)
- HOPT, Klaus J., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1918851>
- INDJEJIKIAN, Raffi [et al.], *Earnings Targets and Annual Bonus Incentives*, (2011), disponível em <http://www.darden.virginia.edu/web/uploadedFiles/Earnings%20Targets%20and%20Annual%20Bonus%20Incentives.pdf>
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H., *The Nature of Man*, (1994), disponível em <http://ssrn.com/abstract=5471>
- JENSEN, Michael C. & MURPHY, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, (2004), disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>
- LEISEN, Dietmar, *How Bonus Deferral Changes Risk Taking*, (2012), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1662555>
- MCMILLAN, John, *Games, Strategies, and Managers: How managers can use game theory to make better business decisions*, Oxford University Press, (1992)
- MEHRAN, Hamid, MORRISON, Alan & SHAPIRO, Joel, *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1880009>
- MILGROM, Paul & ROBERTS, John, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, (1992)
- MILLER, Alex, *Will claw back clauses improve performance?*, (2012), disponível em <http://www.cfoworld.co.uk/in-depth/governance/3345017/will-claw-back-clauses-improve-performance/>
- MÜLBERT, Peter O., *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1448118>

NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira do, *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*, (2011), disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C32Art4.pdf>

NORDBERG, Donald, *Corporate Governance: Principles and Issues*, SAGE Publishing, (2011)

NORRIS, Floyd, *It May Be Outrageous, But Wall Street Pay Didn't Cause This Crisis*, N. Y. Times, (30 de Julho de 2009), disponível em <http://www.nytimes.com/2009/07/31/business/31norris.html>

PENG, Lin & RÖELL, Ailsa, *Managerial Incentives and Stock Price Manipulation*, (2012), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1321903>

PHILIPPON, Thomas & RESHEF, Ariell, *Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909 – 2006*, (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1329262>

PILV, Piia, SOLLO, Kimmo & BLACK, Sophie, *The Pay for Performance Challenge*, (2011), disponível em <http://www.mercer.com/referencecontent.htm?idContent=1444365>

PINHEIRO, Rita Margarida Gomes, *A Política de Remuneração dos Administradores nas Sociedades Anónimas*, dissertação de mestrado, Lisboa, UCP, (2010)

ROWE, Andrew, *Exploring the Remuneration “Black Box”: Establishing an Organizational Learning Insight into Changing Remuneration Committee “Social Worlds”*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1562647>

SIMÃO, Jorge André Carita, *A Remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas Implicações no Contexto da Crise Financeira Mundial*, Separata da *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II, Almedina, (2010)

STAPLEDON, Geoffrey P., *The Pay for Performance Dilemma*, (2004), disponível em <http://ssrn.com/abstract=553061>

STEINBERG, Julie, *Say on Pay Becomes Shout on Pay*, (2012), disponível em <http://www.fins.com/Finance/Articles/SBB0001424052702304811304577370390003776420/Say-on-Pay-Becomes-Shout-on-Pay>

TATTON, Steve, ELSTON, Adam & MATTHEWS, Jessica, *What are we paying for? Exploring executive pay and performance*, (2011), disponível em <http://highpaycommission.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/HPC-DPperformance.pdf>

THANASSOULIS, John, *The Case For Intervening In Bankers' Pay*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1639858>

THURM, Scott, *Options Given During Crisis Spell Large Gains for CEOs*, disponível em http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703789104576273042510527896.html?mod=ITP_pageone_7

TUNG, Frederick & WANG, Xue, *Bank CEOs, Inside Debt Compensation, and the Global Financial Crisis*, (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1570161>

TUNG, Frederick, *Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1546229>

VALLASCAS, Francesco & HAGENDORFF, Jens, *CEO Bonus Compensation and Bank Default Risk: Evidence from the U.S. and Europe*, (2012), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1691754>

VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, (2006)

WINTER, Jaap, *Corporate Governance Going Astray: Executive Remuneration Built to Fail*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1792483>