

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO - ESCOLA DE LISBOA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



A REMUNERAÇÃO NOS BANCOS: PROBLEMA DE AGÊNCIA DE TIPO III E A TUTELA DOS INTERESSES DOS DEPOSITANTES

Sob a orientação dos Professores Doutores João Confraria e Francisco Mendes
Correia

Sara Raquel Fernandes de Faria Moreira
143718008

Abril de 2021

Agradecimentos

Muito agradeço ao Professor Doutor João Confraria e ao Professor Doutor Francisco Mendes Correia por toda a ajuda e disponibilidade no decorrer do desenvolvimento da minha dissertação. As suas orientações foram absolutamente fulcrais. Apesar do período atípico que todos nós vivemos, os Professores Doutores foram absolutamente incansáveis. Um enorme muito obrigada.

Um especial agradecimento aos meus pais, Raquel Maria e Horácio, que sempre fizeram tudo para proporcionar às suas filhas o melhor do mundo, que sempre me apoiaram e lembraram de que era capaz.

À minha irmã, Ana, que sempre foi para mim um exemplo e que há cinco meses me proporcionou o privilégio de ser tia da Francisca que todos os dias me ensina coisas novas e me faz tentar ser a melhor versão de mim.

Ao Afonso por todo o amor, carinho e paciência, pois sem ele não teria sido possível.

Por último, agradeço às minhas melhores amigas, por toda a amizade e sinceridade, sempre.

Índice

MODO DE CITAR	4
ABREVIATURAS/SIGLAS	5
1. INTRODUÇÃO.....	6
2. CONFLITO DE INTERESSES – PROBLEMAS DE AGÊNCIA.....	9
2.1. PROBLEMAS DE AGÊNCIA EM GERAL	9
A REMUNERAÇÃO: PROBLEMA OU SOLUÇÃO?	13
2.2. ESPECIFICIDADES DO SETOR BANCÁRIO - AS FALHAS ADICIONAIS DE MERCADO QUE JUSTIFICAM INTERVENÇÃO ADICIONAL	17
2.3. AS CONSEQUÊNCIAS DA CRISE.....	26
EFEITOS PRÁTICOS/IMPACTO NO COMPORTAMENTO DOS ADMINISTRADORES DOS BANCOS.....	28
3. RESPOSTA DO LEGISLADOR E REGULADOR EM MATÉRIA DE REMUNERAÇÃO. ENQUADRAMENTO HISTÓRICO- LEGAL	36
4. REGIME NORMATIVO EM MATÉRIA DE REMUNERAÇÃO DOS MEMBROS DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO DE BANCOS	40
4.1 DELIMITAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE <i>MALUS</i> E <i>CLAWBACK</i>	42
5. A RESOLUÇÃO DO PROBLEMA. O PAPEL DAS CLÁUSULAS NA REMUNERAÇÃO EM CONCRETO PARA MITIGAR AS EXTERNALIDADES.....	44
6. CONCLUSÃO.....	52
BIBLIOGRAFIA	55

MODO DE CITAR

Os artigos e obras citados no corpo da dissertação constam em nota de rodapé, por referência ao nome do Autor (apenas um, mesmo no caso de serem vários Autores), título do artigo e/ou da obra, ano de edição e página(s).

A referência bibliográfica completa será efetuada a final, por referência ao nome do Autor ou Autores, título, editora, ano de edição e ao sítio da Internet onde está disponível, sendo esse o caso.

As referências bibliográficas (sob o capítulo “Bibliografia”) estão elencadas por ordem alfabética tendo em conta o último apelido do autor.

ABREVIATURAS/SIGLAS

art./arts.	artigo/artigos
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CEO	Chief Executive Officer
Cfr.	Confronte (-se)
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CRD	Capital Requirements Directive (ou Diretiva de Requisitos de Capital)
CRR	Capital Requirements Regulation
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DL	Decreto-Lei
EBA	European Banking Authority (ou Autoridade Bancária Europeia)
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum
Id.	Idem
Ibid.	Ibidem
n.º	número
Op. cit.	Da obra citada
p./pp.	página/páginas
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
ss.	seguintes
Vol.	Volume

1. INTRODUÇÃO

O governo societário dos bancos, sendo um tema muito sensível, assume particular relevância com o eclodir da crise financeira em 2007, que se intensificou em 2008, persistindo com forte impacto nas economias mundiais até 2010.

A solvabilidade das instituições de crédito a nível mundial foi gravemente afetada pelo efeito de contágio da falência do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers. Nem as expectativas mais pessimistas poderiam antecipar um efeito tão devastador, quer nos bancos, quer na atividade económica em geral, à escala global.

A atividade bancária apresenta diferenças e especificidades assinaláveis face ao setor não financeiro. Com efeito, os bancos são instituições particularmente voláteis, na medida em que o risco sistémico e o efeito de contágio caracterizam a sua atividade. Os interesses a tutelar pela regulação e supervisão bancárias assentam na influência que o desempenho destas instituições tem na vida dos sujeitos afetados, assumindo particular acuidade no que respeita aos depositantes (que se consideram poder ser mais vulneráveis e particularmente merecedores de tutela), como desenvolveremos adiante. O perfil da atividade bancária caracteriza-se pela assunção de elevados níveis de alavancagem financeira, que se traduzem, assim, em elevados níveis de risco.

Pese embora a discussão académica sobre as origens da crise seja inesgotável, consideramos¹ que uma das razões que despoletou a própria crise

¹ Em linha com vários Autores, citamos o contributo de PAULO CÂMARA, “O Governo dos Bancos: Uma Introdução” in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), p. 15: “*Afigura-se seguro afirmar que algumas causas determinantes da crise financeira iniciada em 2007/08 – o grau excessivo de assunção de riscos, o enfoque excessivo no curto prazo – foram agravadas através de deficiências de governação em algumas instituições financeiras (...)*” e p. 52; MIGUEL FERREIRA, “Política de Remuneração e Risco” in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), pp.211-212; CLARA RAPOSO, “O Governo dos Bancos e o Desempenho” in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), p. 66-67; DIOGO COSTA, “A Remuneração dos Administradores das Instituições de Crédito: O Comité de Remunerações”, in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), p. 226: “*Em particular, aponta-se a existência de más políticas de remuneração como uma das causas do colapso de muitas instituições financeiras, que assumiram uma exposição excessiva ao risco, apenas justificada pelos benefícios privados que daí potencialmente advinham para os seus quadros e administradores*” e p.227: “*O legislador europeu não podia ser mais claro: o colapso de instituições financeiras e a crise*

financeira assentou no desalinhamento de incentivos entre os vários intervenientes dos bancos (teoria de agência), na medida em que alguns desses intervenientes, como veremos, tenderão a privilegiar o desempenho da instituição no curto prazo através da assunção, muitas vezes desmesurada, de riscos, em detrimento dos demais.

A crise de 2007 veio agravar este problema. Veremos que as falhas de mercado que se verificam nas instituições financeiras, nomeadamente bancos e que se agravam em alturas de crise, resultam de graus de aversão ao risco distintos entre os acionistas e os restantes *stakeholders*.

Na senda do que nos refere MIGUEL FERREIRA² “*Como referido por Mehran, Morrison e Shapiro (2011), muitos dos relatórios oficiais (Senior Supervisors Group (2008)), tendem a discutir as falhas nos mercados de supervisão sem mencionarem que esses mesmos mecanismos fizeram exatamente aquilo para o qual foram desenhados: a representação dos interesses dos acionistas pela empresa. A questão terá por isso de ser elevada a um outro nível, relacionada com a pertinência de serem os interesses dos acionistas, e não dos restantes stakeholders, os quais devem ser objeto de proteção por estes mecanismos.*”

Tendo esta afirmação em mente, a nossa abordagem incidirá, por isso, em primeiro lugar, na revelação de um problema de agência tipo III³, que assenta nas especificidades do setor sobre o qual nos debruçamos. Como veremos, o tradicional problema de agência (sobretudo de tipo I⁴) que se foca puramente nos interesses da gestão, personificada pelos administradores, e da propriedade, personificada pelos acionistas, é hoje, no seio do setor financeiro, extramente

sistémica dos mercados teve origem, entre outras causas, na existência de estruturas de remuneração que consubstanciavam um incentivo objetivo à assunção de riscos para além do razoável”.

² Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 214.

³ Cfr. JOHN ARMOUR et al., *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, Discussion Paper No. 644, Harvard Law School Cambridge, MA 02138 (2009), p. 2; ANNA ZALEWSKA, “A New Look at Regulating Bankers’ Remuneration” in *Corporate Governance: An International Review* (2016), p. 323; JOHN THANASSOULIS et al., Bank of England – Staff Working Paper No. 558, *Bankers’ pay and excessive risk* (2015), pp. 3-4.

⁴ *Vide* nota de rodapé n.º 3 *supra*.

reduzidor e ignora uma importantíssima parte do problema – a proteção de outros *stakeholders*, como é o caso dos depositantes.

Depois de exposto o problema de agência do setor financeiro, e justificada a necessidade de uma abordagem diversa, tendo em conta as falhas de mercado adicionais, procuraremos estudar as possíveis reações, com particular relevância ao nível das políticas de incentivos e remuneração de administradores (e outros colaboradores com funções ligadas ao risco). Procuraremos definir qual o verdadeiro objetivo/papel/lugar da remuneração.

Com efeito, abordaremos alguns dos vários instrumentos utilizados nas remunerações ao nível das instituições de crédito, com particular incidência nas cláusulas de redução (*malus*) e reversão (*clawback*), como forma de tutela (*ex ante* e *ex post*) de ajustamento do risco, por abrangerem, na nossa opinião, características que podem ser interessantes, atentos os interesses em presença (interesses esses aos quais se veio dando mais importância sobretudo no contexto da resposta à crise).

Cumprido, por último, ressaltar que, pese embora se tenha em conta a remuneração de todos os colaboradores com funções ligadas ao risco, a exposição focar-se-á com maior incidência nos administradores executivos por se considerar que são estes a definir e influenciar a política de remuneração dos colaboradores de “níveis inferiores” que exercem funções ligadas à assunção de risco, na senda do que refere MIGUEL FERREIRA⁵ e à semelhança da abordagem de vários outros Autores⁶.

Palavras-chave: Remuneração; bancos; administradores; problemas de agência; conflito de interesses; falhas de mercado; externalidades; tutela; *stakeholders*; depositantes; cláusulas; *malus*; *clawback*.

⁵ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, pp. 216-217.

⁶ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *Regulating Bankers' Pay*, Discussion Paper No. 641, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138 (2010), pp. 7-8.

2. CONFLITO DE INTERESSES – PROBLEMAS DE AGÊNCIA

2.1. PROBLEMAS DE AGÊNCIA EM GERAL

“Dos directores dessas companhias [administradores de sociedades abertas], contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada [fechada] cuidam do seu. (...) Deste modo, a negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma companhia deste tipo”.

ADAM SMITH, *Da Riqueza das Nações*, Volume II, 6.^a edição, Fundação Calouste Gulbenkian (2016), p. 362.

O governo das sociedades e as falhas de mercado que derivam, na prática, das formas de governo societário são já um tema amplamente abordado pela literatura. Em muitas sociedades, o bem-estar de uns - os principais - depende do comportamento de outros - os agentes. Sucede, porém, que os agentes têm uma inerente tendência para a prática de atos que visam proporcionar-lhes vantagens, mediante muitas vezes, a adoção de condutas a expensas de outros, por deterem um “poder” ou controlo, proveniente de conhecimento acrescido, por exemplo, que lhes proporciona a oportunidade de aproveitarem vantagens que pertenceriam tendencialmente ao principal. É deste oportunismo que surgem os conflitos de interesses.

Ora, o problema que resulta dos conflitos de interesses entre os vários intervenientes e do potencial aproveitamento dos agentes através da adoção de comportamentos oportunistas perante os principais é designado como problema de agência.

O problema de agência, como sublinham alguns autores⁷, não é um conceito jurídico, mas sim um produto do estudo do tema do governo das sociedades pela ciência económica⁸.

Manifesta-se nas potenciais falhas que dele surgem, tais como: uma atuação ineficiente dos administradores, remunerações excessivas (nomeadamente face à performance), dificuldade na apreciação, supervisão e sindicância da atuação dos administradores, adoção pelos administradores de comportamentos em nome da sociedade para benefício próprio, em detrimento do interesse social, risco moral e *free riding*.

Têm sido apontados três diferentes tipos de problemas de agência⁹.

O problema de agência de tipo I manifesta-se na adoção de comportamentos oportunistas dos administradores em relação aos acionistas. Este é, como veremos, o problema de agência ao qual mais soluções têm sido apontadas pela Doutrina nacional e internacional, por ser o mais transversal a todo o tipo de sociedades, financeiras e não financeiras.

O problema de agência de tipo II¹⁰ foca-se na compatibilização dos interesses dos acionistas majoritários com os interesses dos acionistas minoritários. O seu estudo justifica-se pela dificuldade que os segundos poderão enfrentar para ter uma “voz ativa” nas decisões da sociedade, atenta a maior

⁷ Cfr. REINIER KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach*, 2nd Edition, Oxford, Oxford University Press (2010) p. 35.

⁸ Pese embora o conceito de “problema de agência”, como utilizado na presente dissertação, seja de facto um conceito económico, a verdade é que o problema da atuação por conta e no interesse de outrem é antiquíssimo, tendo o Direito sempre lhe prestado atenção. Veja-se a este propósito ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil, Tomo XII – Contratos em Especial (2.ª Parte)*, Almedina (2018), pp. 437 e ss.. O Autor dá início ao tratamento do tema através da análise do artigo 1157.º do Código Civil – que providencia uma definição de mandato, no seio do Direito Português -, passando também por uma análise do instituto da “agency *anglo-saxónica*”, no seu ponto 192 das pp. 464-467. No ponto 199 constante da p. 481, sob a epígrafe “*Noção e elementos*”, vem referido que “*No mandato, uma das partes obriga-se a praticar um ou mais atos jurídicos, por conta da outra.*” São ainda apontados como elementos do mandato: 1) “*uma obrigação de facere ou de prestação de serviço a redundar numa atuação humana*”; 2) “*centrada na prática de um ou mais atos jurídicos*”; 3) “*por conta da outra*”. Ora, parece evidente, como se disse, que sempre existiu um acompanhamento pelo Direito dos problemas que surgem sempre que alguém atua por conta e no interesse de outrem, nomeadamente os problemas que decorrem do desalinhamento de incentivos.

⁹ Vide nota de rodapé n.º 3 *supra*.

¹⁰ A presente dissertação não pretenderá ocupar-se deste tipo de problemas de agência de tipo II, pelo que apenas é referido para enquadramento e facilidade de compreensão dos demais.

expressão que têm os primeiros na estrutura de capital e que, na maioria dos casos, se manifesta na capacidade para influenciar as decisões da sociedade.

O problema de agência de tipo III, de que a presente dissertação se ocupará em mais detalhe, coloca em destaque os conflitos de interesses entre a própria sociedade e os *stakeholders*¹¹. Atentos os acontecimentos mais recentes marcados pelas graves crises económicas e financeiras, este problema ganha hoje uma relevância acrescida, nomeadamente no setor financeiro, atenta a sensibilidade dos interesses que, nesta sede, urge tutelar.

A separação entre a propriedade e o controlo tem vindo a ser o ponto de partida para o debate das soluções que pretendem mitigar os problemas que surgem (colocando o foco nos problemas de agência de tipo I) porque 1) o principal e o agente que o principal “contratou/escolheu” podem ter objetivos que não coincidem em toda a sua extensão e 2) os principais não observam todas as ações e decisões tomadas pelo agente (informação assimétrica). Assim, a minimização das diferenças nos objetivos, a limitação das assimetrias na informação e a mitigação dos seus efeitos têm-se tornado os pontos chave do desenvolvimento da literatura de *corporate governance*.

A monitorização, por um lado, e o estabelecimento de incentivos, por outro, são ambos apontados como ferramentas importantes na redução das consequências de externalidades como a assimetria de informação e o risco moral entre agentes e principais.

Porém, a verdade é que monitorizar as decisões dos agentes pode implicar um consumo de tempo demasiado elevado, pode ser extremamente dispendioso e acaba por atrasar o processo de tomada de decisões. Assim, e como se consegue compreender, os legisladores e reguladores têm prestado mais atenção ao

¹¹ Definindo-se *stakeholders* como os sujeitos que possuem interesse no desempenho de uma sociedade, na medida em que podem, de alguma forma, ser afetados pelo mesmo. Os sujeitos compreendidos no conceito de *stakeholders* variam e dependerão de cada sociedade, em concreto.

Vide JOSÉ MIGUEL LUCAS, “O Governo de Bancos em Portugal” in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), p. 438, que ensina: “Ao enquadrar o sistema de governo interno de um banco, deve ter-se presente que o mesmo consubstancia um conjunto de regras de governo e controlo, bem como de procedimentos internos que relacionam, em termos gerais, os seus órgãos sociais com os restantes stakeholders (a saber, os acionistas, os clientes, depositantes, investidores e demais credores), o mercado financeiro e os supervisores”.

estabelecimento de estruturas de incentivos capazes e aptas a alcançar os objetivos pretendidos, de molde a que, pelo facto de os administradores terem os incentivos mais alinhados, seja mitigada a adoção de comportamentos oportunistas e, com isso, a necessidade de monitorização. Por essa razão a remuneração como instrumento de alinhamento de incentivos é entendida como uma ferramenta importante na busca de maior eficiência no combate de situações em que existem falhas de mercado.

Ora, no plano da governação, os objetivos da remuneração têm sido a busca por uma maior adequação entre remuneração e o desempenho (*pay for performance*), com o intuito da captação e fidelização de gestores talentosos; a prevenção de uma excessiva erosão do património societário em relação aos fundos próprios disponíveis, causada pela presença e utilização de remunerações desproporcionadas; a procura por um alinhamento de interesses entre os administradores e os interesses de longo prazo da sociedade, através de uma estrutura de incentivos equilibrada.

O alinhamento dos interesses, colocando os agentes focados na maximização do valor para os acionistas, nomeadamente através do desenho de estruturas “ótimas” de remuneração, tem vindo a ser o ponto nevrálgico do debate, com vasta literatura focada nas práticas remuneratórias que asseguram a maximização do valor dos acionistas.

A REMUNERAÇÃO: PROBLEMA OU SOLUÇÃO?

Cumpro, nesta sede, e como nota introdutória, fazer notar que os incentivos remuneratórios não são os únicos incentivos ou condicionantes da atividade e da conduta dos administradores¹². De facto, outros interesses e condicionantes existem – interesses estes que podem eventualmente ser bastante mais relevantes que o meramente remuneratório –, e que aliás decorrem da própria lei. A título exemplificativo assinala-se o facto de, no contexto de uma crise bancária existir, desde logo, um interesse reputacional que é ponderado pelos administradores¹³, assim como o de evitar as consequências que a lei prevê para o caso de uma insolvência culposa¹⁴.

Contudo, para efeitos da presente dissertação, (artificialmente) isolaremos apenas os incentivos remuneratórios, com o intuito de os analisar com maior profundidade, porquanto não se pretende uma análise exaustiva de todas as condicionantes.

Num mundo em que, de certa forma, e de um modo mais ou menos transversal a todos os setores, os principais não possuem a totalidade da informação que os permite avaliar aprioristicamente – e em toda a sua extensão – as qualidades dos agentes e a sua potencial adequação ao cargo em concreto, em que não conseguem observar e monitorizar todas as ações e decisões tomadas por estes, uma vez “contratados” e a exercer, e em que os custos de transação tornam essa tarefa dispendiosa, a remuneração pode ser vista, como refere ANNA ZALEWSKA¹⁵ de duas formas distintas, simultaneamente como causa e efeito do problema.

¹² Não se pretende, de forma alguma, transmitir essa ideia, que sempre seria redutora e falaciosa.

¹³ Um exemplo disso mesmo é o facto de os administradores não quererem ser administradores de um banco objeto de uma medida de resolução (procedimentos previstos pelo RGICISF, nomeadamente nos arts. 145.º-C e seguintes).

¹⁴ Cfr. os arts. 227.º a 229.º-A do Código Penal, conjugados com os arts. 185.º a 191.º do CIRE e e 30.º-D do RGICISF. Note-se ainda que podem estar em causa diversas sanções, como a responsabilidade civil perante credores e a inibição para atividade comercial, por exemplo.

¹⁵ Cfr. ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 323.

De facto, uma das formas de olhar a remuneração relaciona-se com o papel da mesma na redução e mitigação das consequências adversas que podem advir da separação entre propriedade e controlo e, em particular, como as estruturas dos pacotes remuneratórios podem ser usadas para proteger os principais de agentes “poderosos”¹⁶, alinhando os interesses desses agentes com os dos principais. Isto implica que, adicionalmente à configuração de um nível de remuneração que seja capaz de atrair os agentes mais talentosos, capazes e adequados à função, a remuneração deve ser definida também no sentido de recompensá-los em função da sua performance.

Contudo, uma outra perspetiva no tema das remunerações coloca o enfoque no potencial “lado negro”¹⁷ da remuneração. No âmbito desta vertente, é muitas vezes apontado que as remunerações são, com frequência, excessivas, que os administradores executivos são muitas vezes capazes de enfraquecer tentativas de alinhamento e que os incentivos que advêm da tentativa de alinhamento encorajam os administradores executivos a assumir tomadas de risco excessivo.

Ora, ao invés de constituir a solução, a remuneração pode ser vista como um sintoma do problema.

Assim, há um significativo ceticismo no que concerne à utilização dos instrumentos chamados “*equity-linked compensation*” (isto é que se baseiam e estão diretamente ligados ao capital próprio da sociedade e suas flutuações, nomeadamente no que respeita ao valor das ações de empresas cotadas), até mesmo para resolver os problemas de agência de tipo I. Fazer dos agentes verdadeiros acionistas das sociedades em que trabalham não os transforma em verdadeiros principais. Os seus comportamentos, a forma como “percebem” e concebem o risco, a sua maior ou menor aversão ao mesmo, a capacidade de criarem portfólios diversificados e as suas preferências temporais, por exemplo,

¹⁶ Cumpre ressaltar que nem sempre estamos perante sociedades ou instituições em que os agentes encerram um verdadeiro poder acrescido. Contudo, usa-se a expressão “poderosos” para ilustrar a situação em que a remuneração tenta obviar ao facto de alguns agentes terem, de facto, o “controlo” e o poder decisório no âmbito da sociedade.

¹⁷ Nas palavras de ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 323.

podem dificultar ou até mesmo impedir um alinhamento exato em toda a sua extensão dos interesses em causa.

De facto, garantir instrumentos “*equity-linked compensation*” pode criar e potenciar efeitos perniciosos e ampliar o problema de agência, na medida em que, as mais das vezes, garantem a possibilidade de alienação no curto prazo dos valores concedidos (sejam eles ações ou outros), o que pode potenciar tomadas excessivas de risco, tendo em vista resultados também eles de curto prazo.

“Estas duas vertentes da Doutrina, isto é, a que defende que as remunerações são uma ferramenta de corporate governance eficaz, e que a defende que as práticas remuneratórias são uma manifestação de fraco corporate governance, sugerem que a regulação (...) tem um papel a prestar na eliminação ou no aperfeiçoamento das falhas de mercado.¹⁸ Infelizmente, em parte pela politização de muitas das preocupações que rodeiam a separação entre propriedade e controlo, chegar à regulação certa não é fácil e a regulação em si mesma pode facilmente criar problemas que geram mais ineficiência.”¹⁹

Sucedo ainda que, mesmo que a remuneração pareça central no problema principal-agente, pode questionar-se a relevância para a resolução dos problemas de agência de tipo II e tipo III, dado que estes não resultam nem envolvem diretamente os acordos remuneratórios entre as partes envolvidas. Embora não estejamos perante acordos remuneratórios entre acionistas ou entre acionistas e *stakeholders*, a remuneração pode ter um papel importante na causa do conflito. Por hipótese, o gestor pode ser remunerado de forma a que este tenha claros incentivos a não ser imparcial num conflito entre acionistas e outros *stakeholders*²⁰, ou até contribuir para a criação desse conflito. Há inúmeros casos de terceiros que “pagam a conta” pelo imprudente e/ou negligente comportamento da gestão²¹. Ainda assim, a indústria bancária com o risco

¹⁸ Em defesa desta regulação, insurgem-se LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, ao longo do texto, apresentando também uma síntese de algumas críticas que se apontam a este nível de regulação nas remunerações dos administradores.

¹⁹ Tradução nossa de um excerto retirado da obra de ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 324.

²⁰ Vide nota de rodapé n.º 11 *supra*.

²¹ Como refere ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 324, “(...) muitas catástrofes ambientais se enquadram nesta categoria” [tradução nossa].

sistêmico e o efeito de contágio entre os bancos e o funcionamento de todo o mercado, em geral, que lhe está inerente, torna a situação única nesse aspeto. De facto, comportamentos imprudentes num banco podem ter efeitos perniciosos e causar consequências nefastas em toda a indústria bancária e, com ela, toda a economia, a uma escala global. Se as práticas remuneratórias na indústria bancária criam ou potenciam as externalidades que os bancos infligem em terceiros (ex. contribuintes ou detentores de dívida), então as práticas remuneratórias no setor bancário exigem especial atenção.

Certos tipos de instrumentos, mecanismos e incentivos usados ao nível da remuneração dos gestores (pensados para alinhar incentivos e eliminar problemas de agência) providenciados antes do desenrolar das consequências (das decisões, escolhas dos gestores) de longo prazo são hoje reconhecidos como tendo sido ineficazes, dando, ao invés, incentivos aos gestores para se focarem nos resultados de curto-prazo (*short-termism*). Estes, em primeiro lugar, afetaram o *long-term shareholder value*. Pese embora este seja o assente ponto de partida, há que ter em conta que os danos causados ao *long-term shareholder value* são, como veremos, apenas uma parte do problema.

É hoje perfeitamente reconhecido pela Doutrina que os problemas de agência não se limitam apenas ao desalinhamento de interesses entre agentes e seus principais. Outros tipos de problemas de agência podem surgir, como os conflitos entre os acionistas e os outros *stakeholders*, já aflorados *supra*.

2.2. ESPECIFICIDADES DO SETOR BANCÁRIO - AS FALHAS ADICIONAIS DE MERCADO QUE JUSTIFICAM INTERVENÇÃO ADICIONAL

A remuneração dos administradores, seja como ferramenta para resolver problemas de agência, seja como sinal deles, tem vindo a ser debatida e discutida na Doutrina já há várias décadas. Foi particularmente no seguimento da crise financeira que os reguladores agravaram a sua preocupação - repensando e reforçando a sua intervenção - nas concretas responsabilidades dos decisores no seio das instituições financeiras, incluindo no que toca à remuneração.

Questões pertinentes se colocaram, como até que ponto é que a literatura existente quanto às instituições não financeiras se aplica e é adequada às instituições financeiras, atentas as especificidades deste último setor. E, no caso de se revelar inadequada, quais as especificidades concretas que ditam essa inadequação e em que medida é que as conclusões retiradas do estudo dessas questões deverão impactar na escolha dos melhores modelos e soluções adequadas de *corporate governance* no setor bancário?

Quando se discutem estruturas remuneratórias como mecanismo para resolver os problemas que surgem da separação entre propriedade e controlo, não podemos esquecer que nem todas as instituições/sociedades são maioritariamente financiadas por capital próprio e que não têm ligações e obrigações sociais ou económicas alargadas para lá das gerais, que se verificam comuns à maioria das sociedades. Ora, o setor bancário não se enquadra neste tipo de sociedades. Assim, veremos que, devido a numerosas externalidades, como o efeito de “rede”, de “cadeia”²² e o risco sistémico²³ característicos do setor bancário, bem como, desde logo, o facto de os bancos serem financiados sobretudo por capital

²² Vide FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System* (2009).

Fala-se em efeito de “rede” e de “cadeia” no sentido do contágio entre instituições crédito, bem como nos efeitos e repercussões que o desempenho de uma instituição pode ter em toda a sociedade. A própria atividade bancária propicia este contágio - MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, pp. 212 e 213.

²³ “(...) em muito devido a risco de liquidez que acarretam para o funcionamento da atividade económica de um país.”, conforme refere MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 212.

alheio (dos depositantes, que são os credores dos bancos), a tradicional tendência para abordar o problema da remuneração baseando-se na resolução do conflito principal-agente tendo como protagonistas o acionista e o administrador, é inadequada, merecendo, por isso, abordagem diversa.

É hoje perfeitamente aceite e reconhecido que as externalidades que os bancos infligem em terceiros, em resultado dos custos de transação e assimetrias de informação, são particularmente graves. Assim, as específicas características da banca significam que um debate acerca da remuneração baseado apenas na separação entre propriedade e controlo desconsidera uma parte determinante do problema e, por isso, pode levar a conclusões incorretas e desalinhas e soluções nefastas.

Se quanto às instituições não financeiras pode dizer-se que as medidas de *corporate governance* adotadas têm procurado combater (pelo menos em parte) o problema de agência identificado, isto é o problema de agência tipo I²⁴, alerta-se para o facto de que se vem tornando necessário rever os específicos parâmetros e modelos que este problema assume no seio das instituições financeiras, nomeadamente bancárias. De facto, tendo em conta as especificidades do setor, assinalam-se e identificam-se falhas de mercado adicionais, que permitirão falar num diferente tipo de problema de agência²⁵, como veremos adiante.

A prevenção da tomada de riscos excessivos é particularmente relevante, premente e sintomática no setor bancário. Aqui chegados, impõe-se questionar qual o objetivo em que nos devemos focar no setor bancário. Será o alinhamento com os acionistas, como acontece nas sociedades não financeiras? Não poderá essa abordagem induzir níveis excessivos de risco em instituições sistemicamente tão importantes como as instituições de crédito?

Fora do setor financeiro, a principal preocupação será, de facto, e como se viu, assegurar a adequação do governo interno e o alinhamento de incentivos entre acionistas e administradores. Contudo, no setor financeiro, há outros

²⁴ Cfr. ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 323.

²⁵ O já mencionado problema de agência de tipo III, verificado entre acionistas e *stakeholders* – cfr. refere ANNA ZALEWSKA, *ibidem*, p. 323.

valores a defender, como, em primeira linha, o dinheiro dos depositantes e, nessa medida, desde logo a resolução dos problemas de agência de tipo III. Como densificaremos em seguida, e conforme referem LUCIAN A. BEBCHUK e HOLGER SPAMANN, os problemas que se convocam no seio do setor financeiro resultam precisamente do facto de os acionistas terem interesse na tomada excessiva de riscos acima do ponto que se terá como socialmente desejável²⁶. Como veremos, os próprios acionistas poderão até ter interesse em induzir esse tipo de incentivos. Desta forma, comprova-se que existe o perigo de as medidas de *corporate governance* tradicionais que tentam alinhar apenas os incentivos da gestão com os interesses dos acionistas, poderem não endereçar corretamente e, com isso, não providenciar boas soluções para o problema em que a presente dissertação pretende focar-se, podendo inclusivamente potenciá-lo.

Facto é que as soluções propostas pelo *corporate governance* tradicional tendem a eliminar alguma tomada de riscos que não é sequer ótima do ponto de vista do acionista.²⁷ Contudo, não têm tanto a pretensão de eliminar riscos excessivos para a sociedade, mas não excessivos do ponto de vista dos acionistas. De facto, e uma vez que o *corporate governance* “tradicional” tende a focar-se no alinhamento de incentivos entre acionista e gestor, toda a “franja” de comportamentos de risco excessivo que poderão ser adotados pelo gestor e que não têm qualquer cabimento nas preferências de risco do acionista estará coberta pelas preocupações desta “abordagem tradicional”. Já os comportamentos de risco dos gestores que possam ter alguma coincidência com os “apetites de risco” dos acionistas, pese embora não sejam socialmente desejáveis (porque demasiado arriscados para os outros *stakeholders*, ou por questões ambientais, por exemplo) não serão habitualmente eliminados pela “abordagem tradicional” do *corporate governance* (e a sociedade terá de conformar-se e coexistir com este tipo de estratégias).

²⁶ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, p. 32.

²⁷ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, p. 32.

A atividade bancária, como se aflorou *supra*, apresenta especificidades que permitem construir um “fosso” entre o governo dos setores financeiro e não financeiro. Estas especificidades assentam na volatilidade e interdependência entre instituições financeiras, bem como no concreto perfil da atividade bancária que se caracteriza marcadamente pela assunção de elevados níveis de alavancagem financeira²⁸, que se traduzem, assim, em elevados níveis de risco. De facto, as falhas de mercado adicionais que se registam no setor bancário relacionam-se com os específicos e particulares interesses a tutelar pela regulação e supervisão bancárias, interesses esses que assentam sobretudo na influência na concreta vida dos sujeitos afetados, assumindo particular acuidade no que respeita aos depositantes (que se consideram poder ser mais vulneráveis e particularmente merecedores de tutela).²⁹

No que respeita ao risco sistémico característico da atividade bancária, é, desde logo, de salientar a inadequação de uma conceção que pensa num *corporate governance* focado em cada banco individualmente considerado. É necessário adotar uma abordagem una e complementar para a globalidade do setor, dado que o efeito de contágio do setor bancário (já referido) implicam que o fracasso de um banco possa afetar a estabilidade de todo o setor financeiro.

Ora, a verdade é que, ao contrário das sociedades que operam fora do setor financeiro, as instituições bancárias em colapso dificilmente experienciam um efeito de “implosão”, com efeitos circunscritos à mesma. De facto, nos bancos, verificamos a existência de um efeito “dominó”, de um efeito “explosão”, pois quando um banco colapsa, provoca uma série de danos que não se limitam às suas “quatro paredes”³⁰.

²⁸ Os bancos são instituições financeiramente alavancadas (isto é, uma elevada percentagem da sua estrutura de capital assenta no passivo), o que deriva, entre outros fatores, do facto de transformarem depósitos em empréstimos.

²⁹ “No caso dos bancos, esta segunda perspectiva, a dos stakeholders, assume uma relevância ainda mais acentuada. Porquê? Porque os bancos estão no centro das economias modernas, desempenhando funções essenciais como recetores de poupança e como fornecedores de liquidez.”, CLARA RAPOSO, *op. cit.*, p. 69. “Deste modo existe um grupo de stakeholders, os credores (nomeadamente os depositantes), que assume uma importância fora do comum numa instituição financeira”, MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, pp. 212 e 213.

³⁰ Para estes efeitos, usamos a expressão “implosão” no sentido de catástrofe com efeitos circunscritos à própria instituição, isto é, os efeitos do fracasso são exclusivamente (ou quase exclusivamente) absorvidos pela mesma, não se repercutindo em outras instituições nem na globalidade do setor. Este conceito opõe-se

Os bancos para além de serem, como se vem reforçando, entidades particularmente alavancadas, são responsáveis por operações de transformação de maturidades e liquidez, na medida em que contraem dívida a curto prazo (como modo de financiamento), mas concedem crédito (e possuem, assim, ativos ilíquidos) a um horizonte mais longo, isto é, com maiores maturidades. O risco de liquidez que deriva desta transformação de maturidades tão distintas é único neste setor e justifica um reforçado ambiente de confiança face às demais atividades económicas, bem como prudência e monitorização adicionais, já que daí podem resultar fenómenos de “desconfiança” e “corrida aos depósitos”, isto é, “(...) que, açodados pela quebra de confiança, os aforradores solicitem massivamente o reembolso integral dos seus depósitos sem que, por seu turno, as instituições depositárias possam resgatar de forma imediata o crédito entretanto concedido”.³¹

Acrescenta-se ainda, e deve ter-se em conta que os serviços prestados pelos bancos estão, em regra, profundamente enraizados nas atividades económicas dos países onde têm atuação, assumindo um importante papel nessas economias, pois podem prestar serviços financeiros às famílias, às empresas, e ainda no âmbito de projetos governamentais, serviços esses que influenciam em larga escala o desenvolvimento económico dos países. Assim, se o setor bancário entrar em rutura (ainda que conjuntural), toda a sociedade suportará as consequências, como observámos durante a crise financeira de 2008. De facto, no seguimento da crise, os contribuintes suportaram avultadíssimas somas, em primeira linha por conta dos planos e pacotes de resgate e da injeção de dinheiro nos bancos, para além das gravíssimas consequências que advieram da situação de crise que se instalou, nomeadamente ao nível do lento crescimento económico, do aumento

diametralmente ao conceito de “explosão”, na medida em que usamos este último conceito para caracterizar os fracassos numa instituição que fazem sentir os seus efeitos em outras instituições e, as mais das vezes, no funcionamento do próprio sistema em que atuam. Note-se que os bancos a nível global estão altamente interligados, na medida em que estão expostos ao risco de solvência uns dos outros (por várias razões, como pela participação em sistemas de liquidação de operações bancárias e operações de valores mobiliários).

³¹ VASCO FREITAS DA COSTA, “Aspetos Relativos à Supervisão do Governo dos Bancos”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 272-273.

Vide também JOHN ARMOUR et al., *Principles of Financial Regulation* (2016), pp. 275-289; IRIS H-Y CHIU et al., *Banking Law and Regulation* (2019), pp. 1-2, 7-14.

do desemprego, da diminuição de rendimentos, entre outros, que impuseram nos contribuintes avultadíssimos custos económicos e sociais.

Daqui resulta que as obrigações dos bancos se estendem muitíssimo além da maximização do valor para os acionistas, e inclusivamente além dos *stakeholders* na sua aceção mais restrita - que apenas reconhece como *stakeholders* os agentes diretamente relacionados com aquele banco em concreto. De facto, outros agentes sem relação direta com aquele banco, poderão vir a ser confrontados com a “conta” do seu colapso. Tudo isto amplifica o problema de agência de tipo III.

Quanto à estrutura de capital, os rácios e os valores de market capitalization indicam-nos que os acionistas são tendencialmente um grupo com “menos peso” em comparação com depositantes e outros *stakeholders*³².

Todas estas características da indústria bancária tornam o problema da assunção de risco e da remuneração um fenómeno único.

Nos bancos, em particular, não há incentivo para os seus “credores” (*stakeholders*) de forma privada fiscalizarem e tentarem prevenir a volatilidade e a assunção de risco.³³ Trata-se de um verdadeiro problema de risco moral. Esta falha é aguda e acentuada no setor sobre o qual nos debruçamos, dada, não só a complexidade da atividade bancária, mas também, como se mencionou *supra*, a estrutura financeira frequentemente caracterizada por uma elevada dispersão de parte da sua dívida³⁴ por pequenos depositantes. Estas características motivam a

³² Uma vez mais, a referência é feita a sujeitos que detenham interesse no desempenho da instituição, interesse esse merecedor de tutela jurídica, e que podem ter impacto ou sofrer impacto pelo mencionado desempenho, ainda que não possuam qualquer tipo de participação no capital social na sociedade (*vide* nota de rodapé n.º 11 *supra*).

Vide ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 325; ALLEN FRANKLIN et al., *Deposits and Bank Capital Structure* (2013), p. 2.

³³ Note-se que, nesta sede, se fala sobretudo dos depositantes, por serem os *stakeholders* que tendencialmente têm menos incentivo para encetarem a fiscalização privada e por serem particularmente merecedores de tutela. Contudo, há outros *stakeholders* como os titulares de obrigações que, dependendo das suas concretas circunstâncias, podem ou não ter tais incentivos.

³⁴ Dívida essa que, ao contrário da maioria das sociedades não financeiras, constitui, em regra, a maior parte da estrutura financeira de um banco, com um rácio de dívida sobre capitais próprios de mais de 90%. *Vide* VASCO FREITAS DA COSTA, *op. cit.*, p. 272; MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, p.212.

Note-se, nesta sede, e pese embora não pretendamos ocupar-nos da sua análise, que tem vindo a ser apontada, como forma de mitigar os riscos sociais próprios, acrescidos e especialmente intensos que derivam desta alavancagem, o aumento dos fundos próprios dos bancos, diminuindo essa mesma alavancagem. *Vide* a este propósito MARTIN F. HELLWIG et al., *Bank Leverage, Welfare, and Regulation* (2019), pp. 7, 17, 19.

que não haja incentivos, nem competência, nem recursos disponíveis à maioria dos *stakeholders* para estes avaliarem a assunção de riscos no seio do banco, nem tampouco a sua solvabilidade. De facto, não se pode esperar que os depositantes evitem a escolha de bancos que assumam elevados níveis de risco.

O problema do risco moral no seio das instituições de crédito veio a ser potenciado durante a crise e ainda depois dela, quando alguns *stakeholders* beneficiaram do efeito “*too big to fail*” e das intervenções estatais/governamentais que dele advieram, com o recurso, em muitos casos, a “*bail-outs*”³⁵. Ora, estas intervenções agravam o risco moral, na medida em que isolam esses mesmos *stakeholders* de potenciais perdas ou falências, não sendo estes então confiáveis quanto à tarefa de monitorização e prevenção da assunção de elevados níveis de risco.

Note-se que a hipótese de perfeito alinhamento entre os incentivos do principal/acionista e do gestor/administrador não prestou qualquer relevância no combate a esta falha de mercado. Ora, se os administradores de bancos cujos interesses, por hipótese de argumento, estavam perfeitamente em linha com os dos acionistas terão sofrido também eles graves perdas quando os “seus” bancos colapsaram, isto não significa, porém, que eles tivessem, à partida, os incentivos corretos a prevenirem os “seus” bancos de assumirem elevados níveis de risco. A possibilidade de colapso era apenas uma de entre as várias possíveis. Estes administradores decidiram (em muitos casos, “racionalmente”) que os benefícios que retirariam de uma rentabilidade continuamente elevada seriam superados pela possibilidade de colapso. Mesmo se soubessem que uma determinada unidade de negócio eventualmente colapsaria, poderiam sempre ser levados a pensar que dissolvê-la e liquidá-la de imediato não seria a solução ótima, porquanto poderiam racionalmente esperar que o ponto ótimo de “saída” seria algures num qualquer momento posterior e que, naquele momento, continuariam

³⁵ Não sendo, contudo, note-se, necessário que existam “*bail-outs*” para que, em todo o caso, o problema se verifique.

a conseguir ainda retirar rentabilidade (e que procederiam à dissolução e liquidação dessa mesma unidade de negócio ainda antes de esta colapsar).

O risco moral é mais visível em situações em que *a posteriori* a estratégia escolhida e adotada “correu mal” para todas as partes envolvidas, incluindo as que assumiram riscos excessivos, pois, na verdade, quando e enquanto dão frutos, as estratégias dificilmente são colocadas em crise.

É importante, no entanto, sublinhar que, mesmo nas situações em que a estratégia adotada dá frutos, esta podia, ainda assim, ser, em todo o caso, arriscada e não ser *socialmente ótima*³⁶. Porém, isso poderá nunca vir a transparecer, só se revelando nas situações em que, como referimos, “corre mal”. Assim, em muitos casos, poderá dizer-se que *ex post*, as estratégias arriscadas escolhidas não recompensaram os *shareholders*, ainda que *ex ante* as estratégias arriscadas fossem “*privately optimal*” para os *shareholders* (embora, note-se, o risco inerente à sua adoção fosse sempre prejudicial do ponto de vista social e, desse ponto de vista, nunca devessem ser adotadas).³⁷ Ora, consideramos que, em boa parte das instituições de crédito, a assunção de níveis de risco excessivo estava no interesse próprio e racional dos administradores devido às estruturas de incentivo que estavam montadas e vigoravam no seio dessas instituições.

São de salientar as deficiências que se sentem nas reformas ao nível do *corporate governance*, no que toca à eliminação deste risco excessivo. De facto, e enquanto estas reformas podem ter potencial sucesso no combate ao problema de agência de tipo I³⁸, pretende-se, não obstante, alertar para o facto de que se vem tornando necessário rever os específicos parâmetros e modelos que o próprio problema assume. Se as estruturas de incentivo adotadas vêm eliminando algum desalinhamento de incentivos entre acionista e gestor, papel menos importante prestam nos problemas de agência de tipo III.

A maioria dos acionistas em instituições bancárias não tem incentivos para tomar em conta as perdas que a assunção de certos níveis de riscos podem impor

³⁶ Cfr. os exemplos dados por LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, pp. 24-25.

³⁷ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 25.

³⁸ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 25.

a outros *stakeholders*, nomeadamente, e no que a esta dissertação em especial diz respeito, a contribuintes, a detentores de depósitos, ao Estado enquanto garante desses depósitos (nomeadamente quando nos deparamos com instituições “*too big to fail*” e situações de *bail-out*), à economia em geral e ao interesse social globalmente considerado. De facto, os interesses dos acionistas podem, de certa forma, ser muitas vezes servidos através da assunção de níveis de risco mais elevados do que os socialmente desejáveis/ótimos. Enquanto certas medidas podem alinhar perfeitamente os interesses do acionista e do gestor, eliminado esse concreto problema de agência, podem, por outro lado, desconsiderar o interesse social.

Este problema, como se tem vindo a insistir, é particularmente agudo no seio dos bancos, na medida em que são instituições financeiramente alavancadas porque transformam depósitos em empréstimos e porque, em muitos casos os “credores dos bancos” foram protegidos implícita ou explicitamente pelos governos.³⁹

³⁹ *Vide* nota de rodapé n.º 34 *supra*.

2.3. AS CONSEQUÊNCIAS DA CRISE

“Expect more examples of corporate greed to surface in the coming months. Although these will be exceptions rather than the rule, they will almost certainly increase populist pressure on governments to meddle in the market for top-level executive compensation. If politicians respond by issuing ill-conceived rules on pay that strangle the entrepreneurial spirit, the only thing that will end up getting derailed is a global economic recovery.”

The Economist, “*Attacking the corporate gravy train*” (28 de maio de 2009)

Como já tivemos oportunidade de verificar, atento o seguimento dos eventos que deram origem à crise financeira de 2007, dúvidas não restam de que foram acumulados níveis excessivos de risco.⁴⁰

O problema acaba por adensar-se ainda mais pelo facto de as intervenções legislativas e recomendatórias, nomeadamente sobre remuneração no âmbito do setor financeiro, em contexto de crise e pós-crise, sofrerem de um elevado risco de serem também elas desalinhasadas, atentas as pressões sociais e políticas que marcam épocas tão instáveis.⁴¹

Porém, e em face de tudo o que se expôs *supra*, será que, podemos dizer que a culpa da acumulação de risco é dos administradores, se concluirmos que os incentivos para as suas remunerações estavam estruturados precisamente nesse sentido? Ou será que os incentivos factualmente não prestaram qualquer contribuição negativa?

Referem ANDREA BELTRATTI e RENÉ M. STULZ⁴² que, através da utilização de indicadores convencionais de “*good governance*”, pode concluir-se que as

⁴⁰ Vide ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 325. Cfr. ainda, conforme sugere a A., FINANCIAL STABILITY FORUM, *FSF Principles for Sound Compensation Practices* (2009).

⁴¹ Cfr. VITTORIA CERASI et al., *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation* (2017), pp. 6-7.

⁴² Cfr. ANDREA BELTRATTI et al., *Why did some banks perform better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, Finance Working Paper N°. 254/2009 (2009), p. 3.

instituições bancárias que adotaram modelos de governo mais “pró-acionista” obtiveram desempenhos mais fracos durante a crise de 2008.

Focando-se o tradicional problema de agência no oportunismo dos gestores e nos comportamentos dos mesmos que são contrários aos interesses dos acionistas, é importante, contudo, perceber se a remuneração dos administradores foi definida e configurada pelos acionistas em prol dos seus próprios interesses, apesar do risco induzido na economia no geral, ou se será uma manifestação do próprio poder dos gestores na busca por elevadas remunerações.

Ainda, e sendo verdadeira a premissa de que as estruturas remuneratórias levaram à assunção de riscos excessivos, quais as partes da remuneração que foram mais tóxicas e prejudiciais aos interesses dos outros *stakeholders*?

Sucedem que a crise trouxe, sem dúvida, alterações no ecossistema regulatório e econômico no qual os bancos operam, o que, por si só, tem a pretensão de alterar a forma como tomam as suas decisões futuras. É importante reconhecer, porém, que a crise não eliminou as distorções nos incentivos dos administradores dos bancos.

Em alturas de crise, verifica-se existir uma imunidade dos administradores relativamente a perdas de outros *stakeholders* (que não os *shareholders*), criando distorções maiores, uma vez que durante as crises é frequente registrar-se uma redução do peso do capital próprio e um consequente aumento da alavancagem dos bancos.

EFEITOS PRÁTICOS/IMPACTO NO COMPORTAMENTO DOS ADMINISTRADORES DOS BANCOS

A crise financeira e económica de 2008-2009 – não tendo sido, neste aspeto, de forma alguma, exceção no que concerne às considerações que se teceram *supra* relativamente ao isolamento dos administradores a algumas perdas, em alturas de crise -, fez erodir o valor dos ativos dos bancos e o seu capital, com efeito desproporcional no valor das ações. Tomemos como referência um dos exemplos que nos é trazido pelas mãos de LUCIAN A. BEBCHUK e HOLGER SPAMANN⁴³. Assim, ilustram-se os desalinhamentos acima identificados, de uma forma simples e abstraindo de adicionais contingências, tendo apenas como pressuposto que uma boa parte da remuneração dos administradores consiste em ações, conforme se segue: numa situação de saúde financeira e económica, uma dada instituição bancária terá um valor de ativos de 100, composto por depósitos no valor de 90, obrigações no valor de 2 e capital próprio no valor de 8. Se o valor dos ativos diminuir de 100 para 96, o valor das ações comuns vai reduzir de 8 para 4, pois serão estas as primeiras a suportar as perdas. Assim sendo, dá-se uma redução do valor máximo de perda para os detentores de ações comuns por uma estratégia de risco. Enquanto antes os acionistas comuns suportariam as primeiras perdas até 8, agora suportarão apenas até 4. Note-se que, se é verdade que estes acionistas começam por perder 4, aquilo que pretendemos demonstrar com este exemplo simples é que, com este “fenómeno”, os acionistas acabam por sofrer um desvio no seu nível de tolerância/aversão ao risco, “fenómeno” esse potenciado pelas distorções provocadas pela crise. Ora, esta situação faria aumentar incontornavelmente o incentivo para assumir riscos, dado que estes acionistas terão “menos a perder por arriscar”. Assim, o escopo de estratégias arriscadas nas quais teriam interesse expande-se e com ele aumenta também a tolerância e o incentivo à tomada de determinados níveis de risco socialmente indesejáveis.

⁴³ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, p. 28.

Este efeito é amplificado no que concerne aos incentivos dos administradores quando estes detêm *opções*. Considerando o exemplo anterior, e ainda na senda de LUCIAN A. BEBCHUK e HOLGER SPAMANN⁴⁴, imagine-se que os administradores detêm opções com preço de exercício (ou *strike price*) correspondente a um valor de capital próprio de 2. Relembre-se, tendo em conta o exemplo anterior, que o valor do capital próprio havia descido para 4. Se descer outros 2 (ou mais), as opções não pagarão nada e, por conseguinte, não serão exercidas. Assim, os detentores de opções não internalizarão perdas adicionais além de 2, enquanto os acionistas comuns internalizariam perdas até 4.

Os detentores de opções com preços de exercício muito superiores ao (mais recente) valor dos ativos (pelo facto de o valor dos ativos ter descido durante a crise) terão todo o incentivo em assumir estratégias arriscadas com potencialidade para aumentar muito o valor das ações (mas também para baixar muito). Isto porque estratégias menos arriscadas que não tenham a potencialidade de aumentar tanto o valor dos ativos, embora sejam mais racionais e sustentáveis, poderão, ainda assim, posicionar-se abaixo do seu preço de exercício (pois as suas opções estavam muito desalinhas e *out-of-the-money*) e não serão minimamente apelativas, do ponto de vista dos incentivos.

De facto, os incentivos financeiros trazidos por estes instrumentos tão *out-of-the money* favorecem tomadas agressivas de risco. Ora, se o valor das ações não aumentar acima do preço de exercício, elas não trarão qualquer benefício, pelo que o detentor será indiferente a um preço médio, mas estável, bem como a perdas de grande magnitude, na medida em que os dois estarão abaixo do preço de exercício.

Assim, a presença destas opções - *stock options* com preços de exercício por exemplo igual ao valor da ação naquele momento – na composição das remunerações dos administradores providencia aos administradores e detentores das mesmas incentivos a favorecerem/escolherem estratégias com elevados níveis de risco, dado que são tendencialmente projetos com grandes potenciais

⁴⁴ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 28.

ganhos ainda que improváveis, em detrimento de estratégias com ganhos pequenos ainda que prováveis, dado que os ganhos pequenos e estáveis não serão capazes de fazer o valor das ações sobre as quais incidem as opções que detêm, superar o preço de exercício. Isto acontece sobretudo, note-se, em alturas de crise em que o valor da ação pode até já encontrar-se posicionado abaixo do preço de exercício.

Refere ANNA ZALEWSKA⁴⁵ que é perfeitamente reconhecido na Doutrina que se uma empresa for fortemente alavancada, há um conflito de interesses inerente entre os acionistas e os detentores de dívida. Em tempos de crescimento económico, os acionistas são “remunerados” com retorno elevado, enquanto os detentores de dívida recebem sempre um retorno fixo e predeterminado. Não obstante, em alturas de crise, as perdas dos acionistas estão limitadas na medida da sua responsabilidade (responsabilidade limitada). Ora, o capital próprio de uma sociedade é, em si mesmo, uma “*call option*” em relação aos ativos dessa sociedade. Isto significa que as preferências e o nível de tolerância ao risco no que toca aos acionistas são naturalmente superiores aos dos detentores de dívida, podendo ser considerados “subótimos” na perspetiva destes últimos. É natural que assim o seja. Contudo, as remunerações que pretendam combater desalinhamentos e conflitos de interesses devem tomar estes factos em conta.

Assim sendo, se os acionistas desenharem as remunerações dos administradores com sucesso na resolução dos problemas de agência de tipo I, alinhando os interesses dos administradores com os seus próprios interesses, isso poderá estar a ser feito a expensas dos detentores de dívida, no caso de o mercado de capitais sofrer, por isso, distorções, e se gerarem ineficiências. Isto porque os administradores, cumprindo os seus deveres e obrigações para com os acionistas, incorrerão potencialmente em riscos acrescidos face ao que seria apropriado da perspetiva dos detentores de dívida e da sociedade em geral, contribuindo potencialmente para o eclodir de uma crise financeira.

⁴⁵ Cfr. ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 325

Em suma, estas motivações são fundamentadas, na medida em que se estes administradores optarem por estratégias e projetos marcados por níveis de risco moderados, mais racionais e socialmente aceitáveis, podem eventualmente colocar o preço das ações num bom patamar para a instituição, mas em que, ao nível da sua riqueza, não registam qualquer incremento patrimonial (se as ações ficarem, por exemplo, ao nível ou ligeiramente abaixo do preço de exercício), pois não irão exercer a opção. Já se os administradores escolherem projetos com elevado risco e se der o caso de o banco falhar, colapsar e/ou preço das ações registar um decréscimo, essa situação para o gestor é indiferente, dado que, tal como no caso anterior, não interessará igualmente ao administrador exercer a opção. Contudo, note-se, nesta segunda situação, existe sempre a possibilidade de aumentarem exponencialmente o valor das ações, registando-se assim uma situação de ganhos elevados para o gestor. Com esta estratégia, o ganho para o gestor é potencialmente ilimitado, enquanto o nível de perdas é limitado, protegendo-se e isolando-se o gestor das perdas.

Como se vem reforçando, este desalinhamento é manifesto em tempos de crise, tempos esses que, em tese, deveriam pautar-se por maior prudência e contenção do gestor na assunção de risco. Sucede, porém, que um gestor cuja estrutura remuneratória seja marcada por este tipo de incentivos, tenderá a preocupar-se apenas com as flutuações de valor acima do preço de exercício, pois as flutuações abaixo serão indiferentes. Ora, para estes gestores, será indiferente um valor igual ao preço de exercício ou muito inferior (a resposta será sempre não exercer). Não obstante, será muito diferente para o gestor um valor um pouco acima ou muito acima do preço de exercício.

Nesta situação em que o administrador possui opções, os incentivos estão perfeitamente desalinhados, uma vez que, enquanto os acionistas e outros *stakeholders* sofrem perdas, para o gestor o único inconveniente é não ter um ganho⁴⁶.

⁴⁶ Poderá ainda ter relevância a questão de o mercado reconhecer ou não a informação de que será patente a decisão por um projeto de elevado risco, de que a presente dissertação não pretenderá ocupar-se nesta sede.

Atente-se que, pese embora as exigências e padrões de regulação prudencial de capital definidos pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia, há uma relutância, por parte dos acionistas, em aumentar o capital próprio na medida em que isso produz uma externalidade positiva para os detentores de opções, depositantes, entre outros *stakeholders*, pois cria uma “almofada extra”, enquanto isso é feito a expensas dos acionistas comuns que injetam o dinheiro, criando-se uma “transferência de riqueza” de uns para os outros.

Através dos exemplos apresentados, podemos verificar que a grande fonte de incentivos para tomar riscos excessivos deriva do facto de os administradores serem expostos às vantagens provenientes para os acionistas de os assumirem, através das suas estruturas remuneratórias, mas não para as desvantagens que isso cria nos depositantes, contribuintes, etc.

Os efeitos trazidos pelas garantias e seguros de depósito e políticas de reacção a crises em instituições “*too big to fail*” criam e potenciam estas manifestações do problema de risco moral, no sentido em que levam os acionistas do banco a “jogar” apostando os ativos do banco a expensas dos governos. Como vimos, o declínio do valor dos ativos durante a crise pode ainda ter potenciado este problema. As soluções típicas de *corporate governance* não previnem estes desvios, na medida em que endereçam o problema do ponto de vista do desalinhamento entre acionistas e administradores esquecendo a perspetiva social. Verdade é que, ainda que se resolvam os problemas de agência de tipo I, há um grupo de *stakeholders* (aqueles que não estão diretamente relacionados com aquele banco, tais como outros bancos e, no limite, a sociedade no geral), para além dos *stakeholders* diretamente relacionados com aquela específica instituição bancária (trabalhadores e detentores de dívida), que não verão os seus interesses alinhados. Assim, a assunção de risco de um banco em específico poderá ser excessiva ou suficiente para levar a dificuldades financeiras ou até mesmo ao colapso de todo o setor com consequências nacionais ou até internacionais.

Como tivemos oportunidade de verificar *supra*, este tema assume particular acuidade quando estamos perante bancos sistemicamente importantes (“*too big to fail*”) e bancos que têm conexões múltiplas (ex. se o colapso de um banco for passível de gerar problemas de liquidez em vários setores da economia e induzir custos significativos nas famílias e nas empresas, ainda que estas não tenham relações diretas com esse mesmo banco). Dadas as falhas de mercado com que nos deparamos, como custos de transação e assimetrias de informação, é difícil para estes *stakeholders* protegerem-se da assunção de níveis excessivos de risco por estes bancos. Assim sendo, deixar aos principais a tarefa de alinhar as remunerações às suas próprias preferências de risco pode levar os contribuintes a, direta ou indiretamente, suportar os custos de um colapso que venha a acontecer. Assim, enquanto a remuneração poderá ser benéfica para mitigar problemas de agência de tipo I, nomeadamente no setor não-financeiro, no caso do setor financeiro, nomeadamente bancário, poderá ser preciso uma intervenção mais “musculada” ao nível da regulação das remunerações para endereçar e resolver conflitos que surjam entre os principais e a globalidade dos agentes económicos e sociais afetados pelas operações, políticas e performance do setor bancário, isto é, *stakeholders* no sentido mais amplo possível. Em particular, a regulação pode ser necessária para assegurar a proteção dos direitos de ambos os grupos.

Assim, nesta linha de argumentação, a remuneração não deve estar exclusivamente “amarrada” ao valor das ações ou opções. Possivelmente, e sem, de forma alguma, se pretender adiantar já soluções ao problema, propõe-se desde já, reflexão no sentido de a estrutura remuneratória dever estar ligada com outros fatores e elementos, também, isto é, com um cesto maior de *securities*. Alguns Autores, como LUCIAN A. BEBCHUK e HOLGER SPAMANN⁴⁷, propõem uma percentagem de um valor agregado de ações, obrigações emitidas ou outros. Isso poderia fazer com que o administrador tomasse em consideração nas suas

⁴⁷ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *op. cit.*, p. 6.

escolhas e decisões outros índices e interesses que não só os do acionista e moderar o nível de risco assumido.

Verdade é que, aqui chegados, torna-se perceptível que, nesta sede, não estamos perante um problema relacionado com o montante da remuneração, mas sim com a sua estrutura.

As estruturas remuneratórias moldam os incentivos daqueles que são os decisores em nome dos bancos, designadamente os administradores. Assim, as estruturas remuneratórias que munem os administradores com incentivos para tomar riscos, incentivam a gestão a “trabalhar” contra os objetivos da regulação prudencial. Segundo o entendimento de parte da Doutrina⁴⁸, a regulação bancária deve ser capaz de aproveitar a informação, conhecimento, experiência e competências dos administradores para fazê-los trabalhar a favor e não contra os objetivos da regulação bancária.

Assim, e enquanto a regulação tradicional regula e monitoriza o “menu” de escolhas disponíveis aos administradores, a regulação das remunerações focar-se-ia nos incentivos que moldam a forma como os executivos fazem as escolhas de entre as possíveis do “menu”⁴⁹.

Pese embora o foco da regulação bancária tenha sido sempre o problema de risco moral entre os acionistas e o governo, verdade é, como vimos, que os verdadeiros e cruciais decisores em muitos bancos são os administradores cujos incentivos são substancialmente influenciados pelas políticas remuneratórias em vigor e que se lhes aplicam.

A importância dos incentivos dos administradores é confirmada, como afirmam LUCIAN A. BEBCHUK e HOLGER SPAMANN⁵⁰, pela evidência de que os bancos cujos administradores têm menos incentivos para servir os acionistas tomam menos e menores riscos.

Em linha com este entendimento, os mesmos Autores sublinham a necessidade de reconhecer a importância que poderá prestar o papel da regulação

⁴⁸ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 41.

⁴⁹ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 41.

⁵⁰ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 41.

nesta temática, na medida em que a base para esta regulação é o problema de risco moral entre acionistas e contribuintes, isto é, o mesmo problema que motiva a regulação prudencial nos bancos, pelo que se beneficiaria com uma identidade parcial na forma de solucionar esses problemas. Dizemos parcial dado que a regulação seria mais um instrumento (não o único) na resolução do problema enunciado.

Ainda que os incentivos remuneratórios dos administradores estivessem em perfeito alinhamento com os interesses dos acionistas, haveria ainda uma fortíssima razão para monitorizar e regular a remuneração dos administradores em instituições de crédito, pelas razões já apontadas. De facto, neste ponto, passamos já muito para além do problema “*short-termism*”. Considere-se o exemplo segundo o qual tomamos como referência um banco detido por um único acionista que implementa mecanismos de compensação para maximizar o valor das ações no longo prazo⁵¹. Apesar da ausência de um problema de agência neste banco, reconhecendo que as decisões do acionista poderão ser afetadas pelo risco moral, não será prudente isentar este banco de regulação prudencial que o impeça de tomar decisões que criem riscos excessivos do ponto de vista social.

Depois de endereçados os principais problemas que se convocam nesta sede, cumpre fazer um enquadramento histórico-normativo, por forma a compreender a evolução na colocação das questões e resolução das mesmas, que a legislação e regulação (sobretudo ao nível europeu) têm vindo a sofrer, ao longo dos anos.

⁵¹ Cfr. LUCIAN A. BEBCHUK et al., *ibidem*, p. 38.

3. RESPOSTA DO LEGISLADOR E REGULADOR EM MATÉRIA DE REMUNERAÇÃO. ENQUADRAMENTO HISTÓRICO-LEGAL

Os acontecimentos recentes, nomeadamente os “estilhaços” das crises económicas e financeiras que fizeram sentir os seus efeitos por todo o globo, acentuaram a clivagem entre a governação do setor financeiro e não financeiro. Em termos internacionais, com forte projeção também a nível nacional, as mais recentes intervenções legislativas e recomendatórias sobre governo societário bancário vieram marcar esta diferenciação. Com efeito, a densidade regulatória na área da governação de bancos tem vindo a ser muitíssimo alargada.

Na senda do que nos ensina PAULO CÂMARA⁵², é mister salientar que a regulação da governação societária dos bancos se revela não só ao nível da *hard law*, através da adoção de leis formais e regulamentos, como emana também de *soft law*, através de normas deontológicas e recomendações.

De facto, e como se apreenderá *infra*, a evolução foi sentida não só através de verdadeiras normas jurídicas em sentido técnico, mas através também de regras de natureza recomendatória, tendo algumas delas, contudo, por força das necessidades da evolução e importância nevrálgica do tema (bem como, note-se, de influências políticas decorrentes da consternação e contestação públicas), sido promovidas à primeira categoria.

Antecipa-se ainda que, paulatinamente, se foi conseguindo uma harmonização global quanto às matérias de governo societário dos bancos, nomeadamente, e no que nesta sede se afigura relevante, quanto ao tema da remuneração, harmonização essa que, no pós-crise, sobretudo pelas características únicas do setor bancário, se tornou absolutamente necessária.

Os primeiros passos relativamente à regulação (tanto ao nível legislativo, como recomendatório) da governação societária foram dados à margem da esfera bancária, pelas razões que fomos aflorando. Todavia, alguns bancos (os bancos emittentes de ações admitidas à negociação), por se incluírem parcialmente na

⁵² PAULO CÂMARA, *op.cit.*, pp. 17-18.

previsão de alguns diplomas, foram influenciados pela imposição das boas práticas que vinha sendo incorporada no âmbito do mercado de capitais.

O mote na previsão específica em matéria de governo societário dos bancos foi dado pelo Comité de Basileia sobre Supervisão Bancária, com a aprovação em 1999⁵³ de um documento que, a par com outros temas, abordava já a remuneração no âmbito destas instituições. Importa assinalar que a atuação deste Comité não se cingiu à aprovação deste documento, tendo aquele continuado a atualizar-se e a densificar cada vez mais as recomendações que emitiu acerca do tema.

Como se assinalou *supra*, o tema da regulação do governo societário dos bancos ganhou destaque a partir da crise financeira deflagrada em 2007. É, desde logo, de saudar a tentativa de rápida e enérgica resposta normativa às graves deficiências já identificadas. Contudo, frequentemente se assinala que esta resposta (pelo menos num primeiro momento) terá pecado por falta de sustentabilidade e de apoio científico, porquanto adveio sobretudo de um combate a pressões políticas, mormente pelo impacto mediático que a crise fez registar por todo o globo.

No que à presente exposição diz respeito, isto é, em sede de política remuneratória, destaca-se, desde logo, o papel do Financial Stability Board (doravante FSB, sucessor do Financial Stability Forum) que, em 2009, aprovou dois documentos - em abril desse ano *Principles for Sound Compensation Practices*, e em setembro do mesmo ano *Implementation Standards for FSB Principles for Sound Compensation Practices* - e que os fez girar em torno de três ideias centrais que são ainda, de certa forma, a força motriz dos desenvolvimentos em matéria de remunerações. São elas: “a governação das práticas remuneratórias; o alinhamento da remuneração com o perfil de risco

⁵³ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Enhancing corporate governance for banking organizations*, (1999) – revisto em 2006 e aprofundado em 2010 com a aprovação pelo mesmo Comité da primeira versão dos princípios sobre governo dos bancos.

dos bancos; e a supervisão pelas autoridades competentes e o envolvimento dos stakeholders”⁵⁴.

Ainda com o foco nestes três objetivos essenciais, a Comissão Europeia, reconhecendo os graves desalinhamentos de governação e falta de adequação em matéria remuneratória, fez aprovar no mesmo ano as suas Recomendações para o setor financeiro⁵⁵, incidindo estas sobre todos os colaboradores da instituição com influência material na estrutura de risco da mesma.

Concomitantemente à aprovação destas Recomendações e dos *Principles for Sound Compensation Practices* pelo FSB, o Committee of European Banking Supervisors (doravante CEBS) aprovou um documento⁵⁶ que contemplava também alguns princípios a seguir em matéria de política remuneratória no setor bancário.⁵⁷

O paradigma normativo veio a alterar-se sobretudo no seio europeu, de 2010 em diante, com a publicação do Livro Verde acerca do governo do setor financeiro⁵⁸, que vem marcar uma forte intervenção ao nível das práticas remuneratórias por parte da União Europeia, na medida em que analisou as deficiências ao nível do *corporate governance* no seio da indústria dos serviços financeiros e propôs novas práticas.

É neste ambiente que surge a Diretiva 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, (*Capital Requirements Directive III* ou CRD III), que vem ser densificada em 2010 pelas Orientações do CEBS sobre

⁵⁴ PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 20.

⁵⁵ Commission Recommendation on remuneration policies in the financial services sector (2009/384/EC) (abril 2009).

⁵⁶ COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *High-Level Principles for Remuneration Policies* (abril 2009).

⁵⁷ Note-se, contudo, que, como se explanará adiante, subsequentes e consecutivas revisões da aplicação e implementação do resultado destes documentos nos vários países, revelaram algumas deficiências em diversas áreas, nomeadamente nas medidas para o cálculo da performance ajustada ao risco, no âmbito dos novos parâmetros implementados e na sua proporcionalidade. Estas conclusões resultaram nomeadamente de relatórios emanados pelas respetivas entidades (Comissão Europeia e CEBS) como o *Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on remuneration policies in the financial services sector* e o *Report on national implementation of CEBS High-level principles for Remuneration Policies* (junho 2010).

⁵⁸ EUROPEAN COMMISSION, Green Paper. *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies* (2010).

Políticas e Práticas Remuneratórias⁵⁹, cujo objetivo foi o de facilitar a observância e a conformidade dos princípios relativos à remuneração estabelecidos na CRD III.

Ainda no ano de 2010, é importante sublinhar, por último, a aprovação no panorama norte-americano do *Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)* que vem reforçar a centralidade e a importância nevrálgica do tema da remuneração (nomeadamente de administradores) no contexto global atual.

Com influência nas Orientações da Autoridade Bancária Europeia (doravante EBA⁶⁰) aprovadas em 2011⁶¹, o tema da remuneração em instituições de crédito veio a ser ainda objeto de regulação no contexto europeu através da Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 (*Capital Requirements Directive IV* ou CRD IV), complementada pelo Regulamento Delegado da Comissão (UE) n.º 604/2014 de 4 de Março 2014⁶², e do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 (*Capital Requirements Regulation* ou CRR).

No paradigma nacional, com reflexos evidentes em sede remuneratória, é de destacar o papel da referida Diretiva que foi transposta entre nós através da Lei n.º 23A/2015, de 26 de março, promovendo alterações de peso ao Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (doravante “RGICSF”)⁶³, bem como da Diretiva n.º 2014/17/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de fevereiro de 2014, transposta através do art. 5.º do DL 74-A/2017, de 23 de junho, e do Aviso n.º 5/2017 do Banco de Portugal.

⁵⁹ CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (CP42) (dezembro 2010).

⁶⁰ A EBA é a sucessora do já mencionado CEBS e foi criada através do Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, assumindo a 1 de janeiro de 2011 as funções e responsabilidades permanentes do CEBS.

⁶¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on Internal Governance* (setembro 2011).

⁶² O Regulamento densifica a Diretiva, estabelecendo os critérios para identificar “(...) as categorias de pessoal cujas atividades profissionais têm um impacto significativo no perfil de risco de uma instituição, como referido no artigo 92.o, n.o 2, da Diretiva 2013/36/EU” (art. 1.º do Regulamento), isto é, as categorias dos comumente denominados *MRTs* – *Material Risk Takers*.

⁶³ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro.

4. REGIME NORMATIVO EM MATÉRIA DE REMUNERAÇÃO DOS MEMBROS DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO DE BANCOS

O problema de agência já identificado que marcava o governo societário do período anterior à crise e que ganhou particular relevo e dimensão no seio das instituições de crédito, urgia resposta adequada e apta a alinhar os incentivos que outrora despoletaram consequências de tamanha perniciosidade.

O reflexo da crise financeira norte-americana por todo o globo trouxe para a ordem do dia a temática do *corporate governance*, com incidência em assuntos como o da desproporção das remunerações face ao desempenho. Ainda, a tendência para a ascensão das remunerações das instituições de crédito a níveis astronómicos em lugares de administração bem como outros dirigentes despoletou a indignação e consternação da opinião pública, afetando também o risco reputacional das instituições bancárias.

É neste seguimento que, nomeadamente em sede de remuneração variável, ganham destaque, no âmbito destas instituições, princípios como o *pay for performance* e sua delimitação racional e coerente por forma a adequá-los à gestão de riscos assumidos pelas mesmas, individualmente consideradas, alinhando os incentivos conjunturais dos agentes-gestores com os objetivos estruturais do próprio banco.

O modo como é definida a componente variável da remuneração vem previsto nos artigos 115.º-E e 115.º-F do RGICSF.

A “comprovada” necessidade de adequar a remuneração variável ao desempenho levou então, através das intervenções enunciadas já em sede própria, à adoção, no seio das instituições de crédito, de políticas remuneratórias que definissem e “regulassem” a inserção de cláusulas de redução (*malus*) e reversão (*clawback*).

Quanto à definição das políticas de remunerações e à decisão de aplicação concreta destes mecanismos, que densificaremos no capítulo seguinte, cumpre fazer uma distinção entre a comissão de remunerações e o comité de

remunerações, distinção essa que recai sobretudo no âmbito de aplicação subjetivo de cada um destes órgãos.

A comissão de remunerações vem prevista nos arts. 399.º e 429.º Código das Sociedades Comerciais e detém poderes decisórios em matéria remuneratória. O seu regime aplica-se a qualquer sociedade anónima.

Já o comité de remunerações vem previsto no art. 115.º-H RGICSF e detém poderes ligados à preparação das decisões em matéria remuneratória, sendo exclusivamente aplicável a instituições de crédito e sociedades financeiras

Nos termos do RGICSF, o comité de remunerações, quando exista, poderá propor a política de remunerações aplicável aos órgãos de administração e de fiscalização que será a final decidida pela assembleia geral⁶⁴, com uma periodicidade anual. Quando não exista comité de remunerações, nomeadamente em instituições de crédito não significativas (em que a existência deste não é obrigatória⁶⁵), será o próprio órgão de administração a propor à assembleia geral, pelo menos anualmente, a política de remunerações que se lhe aplicará a si e ao órgão de fiscalização. Em ambos os casos, a implementação da política de remuneração deve ser, mais uma vez pelos menos anualmente, sujeita a uma análise interna centralizada e independente, tendo como objetivo a verificação do cumprimento das políticas e procedimentos de remuneração adotados pelo órgão societário competente. Esta análise será realizada pelo comité de remunerações, no caso de este existir; nos outros casos, será realizada pelos membros não executivos do órgão de administração ou pelos membros do órgão de fiscalização.⁶⁶

⁶⁴ Vide n.º 4 do art. 115.º-C do RGICSF.

⁶⁵ Vide n.º 1 do art. 115.º-H do RGICSF.

⁶⁶ Vide n.º 6 do art. 115.º-C do RGICSF.

4.1 DELIMITAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE MALUS E CLAWBACK

Contextualizado que está⁶⁷ o regime normativo em matéria de remuneração dos mesmos dos órgãos de administração dos bancos, cumpre agora analisar em mais detalhe as cláusulas acima mencionadas.

No ordenamento português, estas cláusulas encontram-se previstas no RGCISF - com especificidades adequadas ao concreto panorama nacional -, resultando a imposição da sujeição da totalidade da componente variável às mesmas do nº 9 do art. 115º-E e encontrando-se as correspondentes definições no nº 10 do mesmo artigo.

Assim, o RGICSF define o mecanismo de redução (*malus*) como “(...) o regime através do qual a instituição poderá reduzir total ou parcialmente o montante da remuneração variável que haja sido objeto de diferimento e cujo pagamento ainda não constitui um direito adquirido” (conforme o disposto na alínea a) do nº10 do art. 115º-E) e o mecanismo de reversão (*clawback*) como sendo “(...) o regime através do qual a instituição retém o montante da remuneração variável e cujo pagamento já constitui um direito adquirido” (segundo o preceituado na alínea b) do mesmo número do referido art.).

As cláusulas de redução representam um regime menos restritivo e gravoso do que as cláusulas de reversão, porquanto estas últimas afetam diretamente um direito adquirido do colaborador em causa, uma vez que os pressupostos factuais que estão na base do seu desencadeamento deverão representar uma maior gravidade (quer seja referente ao grau de censurabilidade do agente, quer seja quanto ao prejuízo causado à instituição ou unidade negócio). Estes critérios devem estar previstos contratualmente, na medida em que estes expedientes, por forma a poderem operar relativamente ao colaborador em causa, têm de constar de acordo prévio entre este último e a instituição de crédito⁶⁸.

⁶⁷ De forma assumidamente breve e sucinta.

⁶⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 54.

Cumpra assinalar quanto a estas cláusulas que, como vem sendo reiterado, estas estão funcionalmente ligadas a um ajustamento da performance⁶⁹ com base na exposição ao risco. Ora, parece então importante cuidar da tutela oferecida por cada uma destas cláusulas, quer no que respeita aos momentos temporais da aferição da eventual desconformidade e do seu conseqüente acionamento, quer no que respeita ao caráter preventivo das mesmas (isto é, quanto à efetividade das mesmas na mitigação dos problemas que a sua consagração visa alcançar).⁷⁰

As cláusulas de *malus* e *clawback* encerram uma tutela *ex ante*, na medida em que pretendem evitar a indução de risco excessivo no seio da instituição.⁷¹

Para ambas as cláusulas, também se vislumbra um funcionamento *ex post* no sentido em que o juízo de atribuição da remuneração variável diferida a que dizem respeito é efetuado posteriormente à atividade do agente, equilibrando qualquer desvio que se considere ter sido cometido.⁷²

Ao nível das especificidades do regime português relativas às políticas remuneratórias (no âmbito das instituições de crédito), para além das que porventura apenas tendencialmente parecem poder identificar-se ao nível dos sujeitos⁷³, cumpre fazer breve referência a um particular aspeto das cláusulas de *clawback*. No que a estas diz respeito, pese embora o seu desenho tradicional possa impor uma recuperação de quantias já efetivamente prestadas ao colaborador, no ordenamento nacional, isso não se afigurará possível, por razões de ordem juslaboral no tocante a titulares de funções essenciais⁷⁴. Entre nós, podendo então as remunerações sujeitas a *clawback* apenas ser retidas previamente à sua entrega, não há lugar a uma devolução no caso de já ter sido (indevidamente) efetuado o respetivo pagamento.

⁶⁹ Cfr. CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (dezembro 2010), p. 67.

⁷⁰ Cfr. JOSÉ MIGUEL LUCAS, *op. cit.*, p. 453.

⁷¹ A tutela *ex ante* é mais forte, contudo, nas *malus*, uma vez que estas têm a sua atuação exclusiva antes ainda de a remuneração ser devida ao colaborador, isto é, em momento anterior à constituição da quantia a que corresponderiam como direito adquirido.

⁷² A tutela *ex post* é reforçada no seio das *claw-backs*, porquanto a remuneração já será devida e constituirá um direito adquirido do colaborador.

⁷³ Cfr. PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 53.

⁷⁴ Cfr. PAULO CÂMARA, *ibidem*, p. 54.

5. A RESOLUÇÃO DO PROBLEMA. O PAPEL DAS CLÁSULAS NA REMUNERAÇÃO EM CONCRETO PARA MITIGAR AS EXTERNALIDADES

Segundo a doutrina trazida por ANNA ZALEWSKA⁷⁵, o envolvimento ativo dos reguladores é necessário para equilibrar a *short-term performance* do setor bancário com as necessidades *long-term* da sociedade. Isto significa que remuneração e *corporate governance* dos bancos não são nem podem ser mais questões isoladas de cada banco individualmente considerado, devendo sim ser preocupações e temas de debate nacional e provavelmente de concertação internacional, atenta a natureza global do fenómeno. Em determinados casos, isto requer mudanças ao nível da estrutura de *governance*, cultura e práticas.

Dada a necessidade (que já se reforçou) de adotar uma abordagem diferente da adotada para instituições não financeiras (pelos problemas que convoca) sublinha-se a importância de ligar o *corporate governance* dos bancos a outras métricas e a outras medidas regulatórias para restringir a tomada de risco, aliada a uma harmonização dessas mesmas métricas do *corporate governance* para o setor bancário a um nível nacional ou internacional.

Refere ANNA ZALEWSKA que a definição conjunta a nível internacional dos requisitos, recomendações e regras para a assunção de risco na indústria bancária tem já uma longa tradição. Contudo, nos últimos anos temos assistido a profundas alterações nos temas específicos que têm sido endereçados. A definição das recomendações de *corporate governance* e de normas regulatórias ao nível dos incentivos nas remunerações nos bancos é, de certa forma, e como vimos, um fenómeno relativamente recente, que reflete o reconhecimento de que estes incentivos devem ser coordenados a nível global (e não apenas das instituições individualmente consideradas, nem mesmo apenas nacional) com os outros mecanismos de controlo de risco. Embora tenhamos hoje perfeitamente assente que a regulação das remunerações deve ter um carácter além-fronteiras no que

⁷⁵ Doutrina essa já explicada no âmbito do Capítulo 2, *supra*, para o qual se remete. Cfr. ANNA ZALEWSKA, *op. cit.*, p. 322.

toca ao controlo dos níveis de risco assumido pelas instituições de crédito, não é líquido que todas as alterações introduzidas no âmbito da resolução deste problema sejam positivas e para ela contribuam.⁷⁶

Verdade é que é difícil definir a adequada extensão e profundidade da intervenção regulatória a nível internacional, dada a diferente arquitetura e abordagem do *corporate governance* nos diversos países, bem como a forma como é visto o papel das práticas remuneratórias no eclodir da crise e respetivas respostas/reações. Contudo, e uma vez que, como se pretendeu demonstrar, o papel dos acionistas na definição e configuração dos incentivos remuneratórios deve ser, de certa forma, reduzido e o foco na maximização do valor para o acionista deve ser mitigado, entendemos que deve ser equacionado um novo paradigma em que o *corporate governance* e a regulação bancária (e ainda prudencial, nos termos expostos no capítulo 2) coexistam de forma eficiente.

Ora, dado que a configuração de pacotes remuneratórios que desincentivem a assunção de risco excessivo e a busca por retornos de curto-prazo não será, com probabilidade, consistente com os desejos de uma grande parte dos administradores e mesmo dos acionistas, devem os reguladores procurar soluções que permitam equilibrar os interesses de curto-prazo destes com os interesses de longo-prazo da globalidade dos intervenientes (*stakeholders*), do setor e da economia em si mesma. Não nos esqueçamos, porém, que este último interesse coincide em parte com os interesses dos acionistas, pois eles mesmos são também contribuintes, expostos aos efeitos perniciosos que uma crise adveniente da “explosão” de um banco pode ter na sociedade, como o desemprego e a perda de parte dos seus rendimentos.

Como *supra* se mencionou, é importante reconhecer que a intervenção regulatória requer o desenvolvimento de novas métricas para alcançar melhores práticas de *corporate governance* no seio dos órgãos responsáveis pela configuração das remunerações.

⁷⁶ Cfr. ANNA ZALEWSKA, *ibidem*, p. 329.

Os reguladores têm vindo a considerar nova regulamentação no que concerne à remuneração dos administradores executivos no seio das instituições de crédito⁷⁷. Os reguladores e os próprios conselhos de administração devem guiar-se por três critérios para a avaliação das políticas de reforma das compensações dos administradores executivos dos bancos: simplicidade, transparência e foco na criação e sustentação do valor do acionista no longo-prazo⁷⁸.

De facto, uma estrutura de incentivos simples torna mais fácil a compreensão e avaliação, reduzindo a necessidade de recorrer a terceiros. Acresce que a simplicidade e a transparência nos pacotes de incentivos remuneratórios mitigam o ceticismo do público em geral em relação aos altos níveis das remunerações dos administradores executivos conjugadas com fracas performances.

Em segundo lugar, não há evidência empírica de que a complexidade da estrutura remuneratória do CEO seja diretamente proporcional com a responsabilização futura dos mesmos e com o positivo comportamento do preço das ações. Pelo contrário, a complexidade das estruturas remuneratórias tem levado à manipulação pelos administradores no sentido da aparência de aumento de lucros que, no longo prazo, se revelam falsos, sem sustentabilidade alguma e meramente aparentes.

Por fim, o foco na criação e sustentabilidade do valor dos acionistas no longo-prazo canalizaria a atenção da administração para a rentabilidade e lucro sustentáveis no longo-prazo.

Alguma Doutrina tem vindo a postular que os administradores devem agir segundo os melhores interesses dos acionistas no longo-prazo. Não concordamos, porém, com esta visão que consideramos extremamente redutora do problema em mãos.

⁷⁷ Cfr. SANJAI BHAGAT, *Thoughts on How Executive Compensation Should Be Reformed* (2019), p. 1.

⁷⁸ Cfr. SANJAI BHAGAT, *op.cit.*, p. 1.

Sucedo que, aqui chegados, e cristalizada/estabelecida que está a necessidade de “elevar” a discussão atual à preocupação acrescida com a forte tutela dos *stakeholders*, cumpre deixar claro qual o objetivo que, nesta sede, consideramos ser mais importante para a construção e implementação de reformas de *corporate governance* sustentadas para os bancos, em particular no que concerne às políticas e práticas remuneratórias.

Assim, e conforme nos ensina MIGUEL FERREIRA⁷⁹, “(...) o objetivo para a política de remuneração de um banco deverá passar por um maior controle do nível de risco ao qual este está exposto (conceito que não deve, no entanto, ser confundido com a minimização do risco de um banco⁸⁰) sem comprometer a sua capacidade de gerar retornos, como forma de garantir a maximização dos interesses dos *stakeholders* como um todo”. Conforme refere o Autor, a maioria da Doutrina (com exceção, por exemplo, de Mehran e Mollineaux (2012)) tende a considerar que “(...) o objetivo da política de remuneração dos gestores do sistema financeiro (e de qualquer reforma societária) deverá ser mais orientado no sentido de garantir a estabilidade do sistema financeiro, em primeiro lugar, procurando respeitar e manter a necessidade dos bancos inovarem e gerarem retornos, que surge assim quase como um objetivo de caráter mais subordinado – condição a respeitar e não a maximizar”.⁸¹

Ainda na senda de MIGUEL FERREIRA, parece-nos pertinente convocar, em jeito de resumo, as quatro características que o Autor aponta como desejáveis numa política de remuneração, na medida em que algumas delas foram por nós desenvolvidas na presente dissertação. São elas: a reflexão dos interesses dos vários *stakeholders*; a presença de uma componente variável; a inclusão de uma componente de longo prazo; e a moderação do montante total da remuneração.

À luz do que se expôs no capítulo anterior, e abstraindo da característica relativa ao montante da remuneração (que não pretendemos aprofundar nesta

⁷⁹ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, p. 215.

⁸⁰ Cfr. nota de rodapé n.º 581 (MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 215) “Uma vez que o negócio de um banco consiste precisamente na gestão do risco, a eliminação do risco consistiria, efetivamente, na eliminação do negócio do banco.”

⁸¹ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 215.

dissertação), podemos estudar a adequação das cláusulas *supra* explanadas no que toca à sua sensibilidade em face dos interesses dos vários *stakeholders*, à sua utilização no âmbito de uma componente variável em vigor numa definida remuneração e na sua pretensão de assegurar a criação de valor a longo prazo.

Quanto à reflexão dos interesses dos vários *stakeholders* do banco, propõe-se, contudo, que sejam reformuladas as métricas e os indicadores da performance/do desempenho (*Key Performance Indicators*, definidos por JOSÉ MIGUEL LUCAS como os “[p]arâmetros quantificáveis, discutidos e acordados previamente que refletem os fatores críticos do sucesso de uma organização, de molde a poder ser avaliada a sua evolução, e que variam de instituição para instituição”⁸²) utilizados na composição das mesmas, de molde a garantir que não sejam só os interesses de maximização dos lucros dos acionistas a estarem refletidos, pois, como já se disse, alguns autores demonstram que a utilização de instrumentos que a incentivam no seio das instituições de crédito resultam num pior desempenho e num aumento do risco assumido na instituição, sendo, por isso, indesejáveis. Afigura-se desejável a utilização de indicadores e métricas que se associem ao valor da instituição no seu todo com impacto na globalidade do sistema financeiro, assegurando a consideração dos interesses de todos os credores do banco e não apenas dos acionistas. Assim, não devem estes instrumentos remuneratórios estar “amarrados” a específicos indicadores contabilísticos relacionados com a medição do valor do acionista, mas sim a indicadores mais genéricos no âmbito dos quais entre em linha de conta o valor do banco como um todo, prevendo os interesses de todos os *stakeholders*.⁸³ Assim, e apesar das inúmeras dificuldades na implementação de algumas medidas e instrumentos, parece aconselhável a utilização de indicadores que podem passar pela consideração do valor da dívida ou do valor total da empresa, como serão exemplos os portfólios com risco comparável, que pretendem medir

⁸² Cfr. JOSÉ MIGUEL LUCAS, *op. cit.*, p. 452.

⁸³ “Nota-se ainda o apelo a uma maior diversidade de indicadores de desempenho (*key performance indicators*). Os indicadores não devem ser exclusivamente financeiros nem devem ser unicamente individuais (...)”, PAULO CÂMARA, *op. cit.*, p. 54.

a performance dos créditos bancários, ou o valor resultante da diferença entre 1) a soma do valor de ações e obrigações da instituição num dado momento e 2) o valor previsto dos futuros pagamentos a realizar pelo Governo, valor esse que deverá ser medido “*com base na probabilidade de default implícita nos CDS [Credit Default Swaps] do momento e no valor dos depósitos do banco*”^{84, 85}.

No que concerne à presença de uma componente variável, e apesar das dificuldades e problemas que se lhe apontam, é hoje mais ou menos consensual que, dadas as limitações associadas a uma remuneração puramente fixa, uma componente variável é tida como útil, adequada, conveniente e recomendável. Verdade é que várias críticas podem ser apontadas às cláusulas de *malus* e *clawback*, tendo como pano de fundo as dificuldades de uma componente variável. De facto, atenta “*(...) a natureza opaca e complexa do negócio dos bancos (...)*”⁸⁶ e o facto de esta ter a potencialidade de “*(...) dificultar severamente o desenho de mecanismos de compensação variáveis, uma vez que é relativamente fácil aos gestores influenciarem os resultados dos indicadores-chave do desempenho (Key Performance Indicators, KPIs), mediante os quais estão a ser avaliados (...)*”⁸⁷, as cláusulas dificilmente contribuirão para o combate a este problema, podendo mesmo potenciá-lo, tendo em conta a sua relativa complexidade. Mais: na utilização de um instrumento como as cláusulas de *malus* e *clawback* (e outros), “*(...) a decisão sobre quais os KPIs a associar à componente variável da remuneração é altamente complexa (...)*”⁸⁸.

Já no que respeita à inclusão de uma componente de longo prazo, “*Dermine (2011) alega assim que, para evitar que os gestores procurem influenciar os resultados de curto prazo, a sua retribuição deve estar associadas a períodos de retenção relativamente longos, de forma a poder ser assegurada a criação de valor a longo prazo, incluindo a existência de clawbacks (cláusula que determina*

⁸⁴ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, p. 223.

⁸⁵ Vejam-se os vários exemplos (e respetivas críticas) enunciados por MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, pp. 222-224.

⁸⁶ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 216.

⁸⁷ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 216.

⁸⁸ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 217.

a devolução de parte da remuneração quando ocorram cenários negativos)”.⁸⁹

É à luz desta característica que as cláusulas mais revelam as suas virtudes, porquanto (compostas pelas métricas adequadas) permitem criar condições para que os executivos se foquem menos nos objetivos de curto prazo e mais nos resultados de longo prazo para a instituição e todos os seus *stakeholders*.

A este propósito cumpre reiterar, desde já, que, como vimos, apesar das dificuldades que a determinação de uma componente variável da remuneração enfrenta, algumas poderão ser mitigadas com o seu diferimento. Pretende-se a responsabilização dos administradores, isto é, pretende-se, de certa forma, “vincular” o gestor a projetos de longo-prazo.

Assim, com enfoque particular nos gestores, na situação de estes receberem (e, mais do que isso, verem estabelecidas) as suas remunerações em momento posterior à verificação das consequências da sua atuação, a política de remuneração tende então a funcionar desejavelmente, mitigando os incentivos à assunção de risco excessivo e foco no curto prazo⁹⁰. É neste contexto que as cláusulas de *malus* e *clawback* representam um freio complementar ainda potencialmente mais eficaz em ordem ao alcance da referida estabilidade.

Ainda assim, note-se, não se afigura possível adiar o pagamento da remuneração até ao projeto estar concluído. De facto, os administradores terão de auferir uma remuneração periódica até à conclusão do projeto de longo-prazo para assegurar a sua continuidade. Sucede, porém, que permitir pagamentos intermédios traz o problema de risco moral novamente a jogo, na medida em que os incentivos do administrador à dedicação e ao trabalho árduo se vão diluindo, especialmente se o mercado de trabalho for particularmente líquido e o administrador puder mudar de trabalho antes da conclusão do projeto (e de a informação completa sobre a sua performance ser revelada). Ainda que a remuneração não elimine o problema de risco moral, alguns deferimentos afiguram-se como componentes sensíveis da regulação da remuneração.

⁸⁹ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 217. Cfr. ainda as próprias palavras de JEAN DERMINE, *Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis* (2011), pp. 9, 15 e 16.

⁹⁰ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *ibidem*, p. 217.

Alguns Autores chamam a atenção para as consequências das restrições nas remunerações.⁹¹ Estes Autores sugerem que, se a restrição (*ex-post*) da totalidade da remuneração está associada a incentivos mais baixos à assunção de risco, poderá, contudo, aumentar o nível total dos valores da remuneração e providencia compensações relativamente mais altas para baixas performances. Assinalam ainda que restringir *ex-ante* a remuneração enfraquece o poder de negociação da instituição para atrair CEO's talentosos e trabalhadores.

Talvez seja possível ver como as cláusulas favorecem o combate a este problema se se focarem e porque se focam no posterior e no que os contribuintes/governo podem sofrer com a tomada de risco excessivo, desde que aliadas a indicadores e métricas com competência para o efeito, tais como as acima afloradas, que não se baseiam apenas em medidas contabilísticas focadas na maximização do valor para o acionista, mas sim mais relacionadas com a criação de valor para todos os *stakeholders*.⁹²

Todavia, várias críticas podem, neste momento, ser apontadas a estas cláusulas. Uma delas prende-se com o facto de quando olhamos à globalidade do regime vigente em Portugal aplicável aos expedientes de redução e reversão de remunerações, ser patente que a sua efetividade prática se apresenta ainda manifestamente insipiente (apesar do “*acelerado endurecimento legislativo e [da] (...) proliferação de normas injuntivas*”⁹³), porquanto (a título de exemplo se refere que) é necessário que estas cláusulas estejam contratualizadas e os critérios que servem de base à sua aplicação definidos pela concreta instituição.

⁹¹ Cfr. INGOLF DITTMAN, *Restricting CEO Pay* (2011), p. 1-3, 33.

⁹² No que concerne a algumas propostas para o cálculo destas métricas: MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, pp. 222-224.

⁹³ Cfr. PAULO CÂMARA, “O Governo dos Bancos: Uma Introdução” in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (2016), p. 60.

6. CONCLUSÃO

Em jeito de conclusão, e mantendo o foco no controlo dos riscos assumidos pela instituição de crédito, pudemos verificar que se foi sentindo paulatinamente a necessidade de rever os princípios da atividade bancária, nomeadamente ao nível da estrutura das remunerações.

Assentam as reflexões na mudança de paradigma quanto a alguns destes princípios no que vem influenciar os mecanismos de ajustamento pelo desempenho e pelo risco. Saliente-se que a força motriz de qualquer reforma societária, mormente no âmbito da definição da política remuneratória dos gestores do sistema financeiro, deve ser sempre, em primeira linha, a busca pela estabilidade do sistema⁹⁴.

Sob a epígrafe “*Definição da estratégia de remuneração*”, diz-nos JOSÉ MIGUEL LUCAS: “*Constata-se ser transversal a todas as regras e recomendações sobre esta matéria – primordialmente em consequência da mais recente crise financeira – a preocupação de que a política de remuneração de um banco deverá refletir a necessidade de um maior controlo do nível de risco ao qual este está exposto, procurando alinhar o apetite pelo risco da instituição com a sustentabilidade a longo prazo da mesma, de forma a promover a estabilidade do sistema financeiro*”.⁹⁵ [sublinhado nosso]

É hoje mais ou menos consensual que, atentos os interesses particularmente sensíveis em presença num banco e todas as específicas características que estudámos do setor financeiro - terreno em que operam estas instituições -, a política de remuneração de um banco deverá almejar a obtenção de soluções de compromisso entre os vários interesses, desincentivando assim uma gestão altamente focada no lucro e na maximização do valor para os acionistas, que desconsidera os problemas que podem advir da indução de risco excessivo na instituição.

⁹⁴ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, p. 215.

⁹⁵ Cfr. JOSÉ MIGUEL LUCAS, *op. cit.*, pp. 451 e 452.

Verdade é que tendo em linha de conta o risco sistémico e o efeito de contágio presente nos bancos, que, como demonstrámos, é “suportado” grande parte das vezes pelos *stakeholders* na sua generalidade, sobretudo depositantes (mais do que pelos acionistas e administradores), deverá ser procurada uma estrutura remuneratória que permita uma partilha mais equilibrada do risco entre todos os agentes ou, pelo menos, mais favorável aos depositantes.

Assim sendo, uma estrutura remuneratória desejável deve aliar uma componente fixa (que promova a partilha de riscos) a uma componente variável (que incentive a maximização da totalidade dos recursos disponíveis).

O legislador nacional, com influência nas evoluções internacionais e nomeadamente europeias que procurámos sucintamente descrever, estabeleceu diversos critérios, em particular no que toca à parcela variável da remuneração, por ser a que mais merece cautelas e que tipicamente mais se direciona no sentido da maximização do valor para o acionista. Um deles assenta na utilização de instrumentos que comportem tutelas *ex ante* e *ex post* (isto é, que previnam comportamentos desalinhados ou corrijam desalinhamentos efetivamente verificados, como sejam as cláusulas de redução e reversão de compensações consideradas excessivas ou indevidamente atribuídas).

É com base nesta premissa que partimos para análise das políticas e práticas remuneratórias atuais, nomeadamente com um olhar mais atento sobre as cláusulas de *malus* e *clawback* – instrumentos previstos no art. 115.º-E do RGISCF.

Em virtude da análise das atuais recomendações em matéria remuneratória e de alguns dos vários instrumentos estudados pela Doutrina e consagrados no plano nacional e internacional, é notório que as métricas atualmente utilizadas assentam sobretudo em capital, indicador este excessivamente focado no valor para o acionista. Surge assim a necessidade de alertar para a desadequação deste indicador, atenta a necessidade de maximização dos interesses dos outros *stakeholders* em presença, pois poderá, como aliás se pretendeu demonstrar,

conduzir a níveis de risco excessivos e “subótimos” do ponto de vista destes últimos e do próprio sistema financeiro.

Propõe-se, nesta sede, colocar na equação indicadores de outra natureza que sejam aptos a considerar os sensíveis interesses com que lida uma instituição bancária, tais como “(...) *a consideração do valor da dívida ou do valor total da empresa, aquando da definição da remuneração dos gestores*”.⁹⁶

Consideramos ainda que estes indicadores, a serem utilizados na composição das cláusulas *malus* e *clawback*, poderão ser extremamente úteis, na medida em que aliarão a responsabilização dos administradores no longo prazo na “condução” da sua atividade e do seu desempenho aos interesses dos *stakeholders* como um todo. De facto, parece-nos que a importância destas cláusulas se revela, na medida em que comportam uma verdadeira atuação preventiva, sucedida de sanções em caso de incumprimento, que poderá ser capaz de respeitar e concretizar os desígnios da realidade bancária atual - realidade esta em recuperação e um tanto traumatizada, que tenta diminuir o volume dos ecos de uma crise sem precedentes.

⁹⁶ Cfr. MIGUEL FERREIRA, *op. cit.*, p. 224.

BIBLIOGRAFIA

ADAMS, RENÉE / MEHRAN, HAMID, “Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?”, in *FRBNY Economic Policy Review* (2003)

Disponível em:

<http://www.newyorkfed.org/research/epr/03v09nl/0304adam.pdf>

ADMATI, ANAT R. / HELLWIG, MARTIN F., *Bank Leverage, Welfare, and Regulation* (2019)

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=617022022121092085090026004068081028016053089047061003065027094088085099029008068066100029017023042116110120097114092118126089012054046028049085094065123098064061047040017092103127066100105113113108095074096067071122107001006079004096100084073125&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

ALEXENDER, KERN, “Corporate Governance and banks: The rule of regulation in reducing the principal-agent problem”, in *Journal of Banking Regulation*, Nr.7 (2006)

ARMOUR, JOHN / AWREY, DAN / DAVIES, PAUL / ENRIQUES, LUCA / GORDON, JEFFREY N. / MAYER, COLIN / PAYNE, JENNIFER, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press (2016)

ARMOUR, JOHN / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, Discussion Paper No. 644, 7/2009, Harvard Law School Cambridge, MA 02138 (2009)

Disponível em:

http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kraakman_644.pdf

AZEVEDO, SARA ISABEL DOS SANTOS DE, *O Governo Interno das Instituições de Crédito – Adequação, Funções de Controlo, Conduta e Cultura* (2016)

Disponível em:

https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/21574/1/Diserta%C3%A7%C3%A3o%20Sara%20Azevedo_%20O%20Governo%20Interno%20das%20IC.pdf

BANCO DE PORTUGAL, *Relatório de Estabilidade Financeira* (2008)

Disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_08_p.pdf

BEBCHUK, LUCIAN A. / SPAMANN, HOLGER, *Regulating Bankers' Pay*, Discussion Paper No. 641, Georgetown Law Journal, Vol. 98, pp. 247-287, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138

Disponível em:

http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/

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*, Finance Working Paper N°. 254/2009 (2009)

Disponível em:

<http://www.hec.unil.ch/documents/seminars/ibf/173.pdf>

BHAGAT, SANJAI, *Thought on How Bank Executive Compensation Should Be Reformed* (2019)

BORGES, SOFIA LEITE, “O Governo dos Bancos”, in *O Governo das Organizações – A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, Coimbra (2011)

CÂMARA, PAULO *Estudos Projeto Ethos. Corrupção e criminalidade económico-financeira* (2018), pp. 207-247

CÂMARA, PAULO, “O Governo dos Bancos: Uma Introdução”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 13-62

CARPINTEIRO, SARA, *Os mecanismos de redução ou devolução de remunerações indevidamente recebidas em instituições de crédito e os incentivos ligados à remuneração*, Universidade Católica Portuguesa, Escola De Lisboa – Faculdade De Direito, Faculdade De Ciências Económicas e Empresariais (2015)

Disponível em:

<https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/21360/1/Sara%20Carpinteiro%20Tese%20Mestrado%20Direito%20e%20Gest%C3%A3o%20%2715.pdf>

CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (2010)

Disponível em:

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

CERASI, VITTORIA / DEININGER, SEBASTIAN M. / GAMBACORTA, LEONARDO / OLIVIERO TOMMASO, *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation*, Bank for International Settlements Working Papers, No. 630, Monetary and Economic Department (2017)

CHIU, IRIS H-Y / WILSON, JOANNA, *Banking Law and Regulation*, Oxford University Press (2019)

COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU, *O impacto das medidas ‘anti-crise’ e a situação social e de emprego: Portugal* (2013)

Disponível em:

<https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/qe-31-12-351-pt-c.pdf>

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra (2014)

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil, Tomo XII – Contratos em Especial (2.ª Parte)*, Almedina, Coimbra (2018)

CORREIRA, FRANCISCO MENDES, “O Governo do Mecanismo Único de Supervisão”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 301-317

COSTA, TIAGO FREITAS E, *Da Nova Arquitectura de Supervisão Bancária – Considerações a Propósito da Medida de Resolução*, FDUC, Coimbra (2015)

COSTA, VASCO FREITAS DA, “Aspetos Relativos à Supervisão do Governo dos Bancos”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 271-300

DERMINE, JEAN, *Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis*, INSEAD (2011)

Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1781976

DITTMANN, INGOLF / MAUG, ERNST / ZHANG, DAN, *Restricting CEO Pay* (2011)

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=40812410411206503008206509512106410712301700908608602812101202106400510201406511211103005312002711810901111807502408309312103012303803907606806811501209007>

[3122118014032071100027106072070114114015109094031076067100117112
122064127075126068078102001017&EXT=pdf](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417902)

DORN, NICHOLAS, *Changing banking for good - Report of the Parliamentary Commission on Banking Standards* (2013)

Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417902

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Final Report: Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013* (2015)

Disponível em:

[https://eba.europa.eu/documents/10180/1314839/EBA-GL-2015-
22+Guidelines+on+Sound+Remuneration+Policies_EN.pdf](https://eba.europa.eu/documents/10180/1314839/EBA-GL-2015-22+Guidelines+on+Sound+Remuneration+Policies_EN.pdf)

EUROPEAN COMMISSION, Green Paper. *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies* (2010)

Disponível em:

[https://eur-
lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:EN:PDF](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:EN:PDF)

FERRARINI, GUIDO, “Regulating Bankers’ Pay: Systemic Risk, Proportionality and Culture” in *Bankers’ Pay, Incentives and Regulation Conference, 29-30 September 2017, Banco de Portugal, Lisbon*

FERREIRA, MIGUEL, “Política de Remuneração e Risco” in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 211-224

FIGUEIREDO, ANDRÉ, “Governo das Instituições de Crédito em Desequilíbrio Financeiro e Intervenção Precoce do Banco de Portugal”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 249-270

FINANCIAL STABILITY FORUM, *FSF Principles for Sound Compensation Practices* (2009)

Disponível em:

https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf

FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System* (2009)

Disponível em:

https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904a.pdf

FRANKLIN, ALLEN / CARLETTI, ELENA, *Deposits and Bank Capital Structure* (2013)

Disponível em:

<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/deposits%20and%20bank%20capital%20structure.pdf>

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, *Clawback – A global guide* (2017)

Disponível em:

<https://communications.freshfields.com/files/uploads/documents/marcus%20s/Clawback.pdf>

FRIED, JESSE/SHILON, NITZAN, *Excess-Pay Clawbacks* (2015)

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=5900211101031131220761120720700820890330450320630020230970080971060641180930260040230180061>

[11123006038051126025078122091123074014034002059078072115115099005090082007081109081088085072119007085004112029011106118106016015001080113030024097085025&EXT=pdf](https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=662005122118003109094112119108020030024072085041037020022064117014065103031092028007055063002017114034038002067001019125073113024015017023051116025004006094099089037064037000106126089084072093106068003127113104102091113112105111092028015067104118120&EXT=pdf)

FRYDMAN, CAROLA / JENTER, DIRK, *CEO Compensation* (2010)

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=662005122118003109094112119108020030024072085041037020022064117014065103031092028007055063002017114034038002067001019125073113024015017023051116025004006094099089037064037000106126089084072093106068003127113104102091113112105111092028015067104118120&EXT=pdf>

GONÇALVES, DIOGO COSTA, “A Remuneração dos Administradores das Instituições de Crédito: O Comité de Remunerações”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 225-248

GUERREIRO, TIAGO, *A efectividade das cláusulas de redução e reversão de remunerações em instituições de crédito* (2016)

Disponível em:

<https://governancelab.org/wp-content/uploads/2018/09/A-efectividade-das-clausulas-de-reducao-e-reversao-de-remuneracoes-em-instituicoes-de-credito.pdf>

HARRIS, QUN / MERCIECA, ANALISE / SOANE, EMMA / TANAKA, MISA, *How do bonus cap and malus affect risk and effort choice? Insight from a lab experiment* (2018)

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=2831250780961031000931021061241250670250050330820610590740690730940810711071140741111261060112704105800001009812609300011207302505400905800100011301109111>

[2101024020014042118117118016086082085117105114071006082024084074088110094105093118098089095021&EXT=pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/apresentacaoar_16-06-2010.pdf)

JENSEN, MICHAEL C. / MURPHY, KEVIN J., *CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How* (1990)

LUCAS, JOSÉ MIGUEL, “O Governo de Bancos em Portugal”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 429-457

NEVES, PEDRO DUARTE, *Regulação e Supervisão do Sistema Bancário*, Comissão Parlamentar de Orçamento e Finanças da Assembleia da República (2010).

Disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/apresentacaoar_16-06-2010.pdf

OLIVEIRA, FERNANDO FARIA DE, “Nomeações para os Órgãos de Gestão”, in *III Conferência de Corporate Governance* (2015)

Disponível em:

http://www.apb.pt/content/files/Conferencia_Corporate_Governance.pdf

RAPOSO, CLARA, “O Governo dos Bancos e o Desempenho”, in *A governação de bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, Almedina, Coimbra (2016), pp. 429-457

ROMANO, ROBERTA, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Faculty Scholarship Series, Paper 1919 (2018)

Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=596101

SANTOS, FILIPE CASSIANO, *Corporate Governance e Regime das Instituições de Crédito: Novas Tendências em Matéria de Governo das Sociedades Bancárias e de Supervisão*

Disponível em:

https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1360862156governo_das_sociedades_bancarias_formatado.pdf

SIMÕES, FILIPE JOSÉ TRIGO, *O Risco Sistémico na Indústria Financeira - Análise dos Potenciais Impactos na Estabilidade Exigida*, Universidade de Coimbra – Faculdade de Direito (2011)

Disponível em:

https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/42DE7742-8240-4ED4-A0D5-920149146639/0/Oriscosistemiconaindustriafinanceira_FilipeTrigoSimoos_BB_S.PDF

SIMÕES, VASCO, *O Problema de Agência das Entidades Bancárias (O Exemplo das Políticas de Remuneração dos Administradores)*, Universidade Católica Portuguesa, Escola De Lisboa – Faculdade De Direito, Faculdade De Ciências Económicas e Empresariais (2016)

SLOMKA-GOLEBIEWSKA, AGNIESZKA / URBANEK, PIOTR, *Corporate boards, large blockholders and executive compensation in banks: Evidence from Poland*, *Emerging Markets Review*, Elsevier (2016)

SMITH, ADAM, *Da Riqueza das Nações*, Volume II, 6.^a edição, Fundação Calouste Gulbenkian (2016)

SOUSA, VASCO NOGUEIRA LEMOS DE, *Corporate Governance: O Conselho de Administração e o Mercado para o Controlo das Sociedades, que perspectivas?*, Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Direito (2018)

SRIVASTAV, ABHISHEK / HAGENDORFF, JENS, “Corporate Governance and Bank Risk-taking” in *Corporate Governance: An International Review* (2016)

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

Disponível em:

<https://governancelab.org/wp-content/uploads/2018/09/Devolucao-de-remuneracoes-indevidamente-recebidas-em-Instituicoes-de-Credito.pdf>

THANASSOULIS, JOHN / TANAKA, MISA, *Bankers’ pay and excessive risk*, Bank of England, Staff Working Paper No. 558 (2015)

ZALEWSKA, ANNA, “A New Look at Regulating Bankers’ Remuneration” in *Corporate Governance: An International Review* (2016)