

Instituto Politécnico de Viseu

Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu



Agradecimentos

Este trabalho não seria concretizado sem o apoio incondicional da Professora Doutora Isabel Martins, a quem quero expressar o meu reconhecimento pela sua disponibilidade e dedicação.

Um agradecimento particular à Professora Doutora Carla Henriques que me apoiou no tratamento estatístico dos dados recolhidos.

Grato também a todos os colegas do Curso de Mestrado em Finanças Empresariais e em especial à Carla Sofia que me incentivou, nos momentos de hesitação, a levar até ao fim mais uma etapa da minha vida académica.

Por fim um agradecimento especial à minha família que me proporcionou todo o tempo e condições necessárias a todo o trabalho desenvolvido ao longo deste estudo.

“O principal contributo da ética para a vida económica e empresarial não é tanto evitar o mal, mas ajudar a fazer mais e melhor”¹.

¹ Moreira, José Manuel, (2001), *Ética Empresarial*, “Introdução”, Vida Económica, Lisboa.

Resumo

Neste estudo avaliou-se a evolução das remunerações médias mais altas dentro das empresas, registadas na Euronext Lisbon no período compreendido entre os anos 2007 e 2011. Pretendia-se saber, se aquelas compensações estão alinhadas com o desempenho das empresas, naquele período. Verificou-se que o nível médio das remunerações em estudo se manteve praticamente inalterado, enquanto o desempenho médio das empresas medido, quer pelo RCI (rentabilidade dos capitais investidos), quer pela capitalização bolsista sofreu uma queda na ordem dos 52%.

Fez-se uma análise ao nível das remunerações médias dos CEO das empresas que compunham o PSI20 e o SMI20 no ano de 2011, com a finalidade de averiguar qual a variável, em estudo, mais relacionada com aquelas compensações e fazer um estudo comparativo entre a realidade portuguesa e suíça. Verificou-se que, nestas empresas, aquelas remunerações mantêm um fraco relacionamento com os indicadores de desempenho e de dimensão, isto é, não é conclusivo afirmar qual deles tem maior poder explicativo no modelo estatístico implementado. Em comparação com a realidade suíça, verificou-se que, em Portugal, a remuneração média dos gestores de topo, ainda que em valor absoluto seja inferior, quando ponderada pelo desempenho ou pela dimensão das empresas, se mantêm em níveis relativos mais elevados. Por outro lado, enquanto na Suíça a remuneração variável representa 70% da remuneração total, em Portugal este rácio fica-se pelos 34%.

Este estudo leva a evidências que a limitação legal das remunerações dos administradores executivos não será, só por si, uma solução eficaz no combate a salários ‘desmesurados’, muitas vezes, em desalinho com o desempenho das empresas. Assim, será de colocar reservas na adoção, em Portugal, dum processo semelhante àquele a que se tem assistido na Suíça, onde em referendo popular, se votou por uma imposição legal contra aquelas remunerações, consideradas escandalosas pela opinião pública.

Palavras-chave: remuneração dos administradores executivos; limitação legal dos salários; desempenho e corporate governance.

Abstract

In this study paper we evaluated the Portuguese reality regarding the evolution of the highest average salaries within companies, registered in Euronext Lisbon, during the period between the years 2007 and 2011. The aim was to find out if those offsets are aligned with business performance in that period. It was found that the average level of pay, in the study firms, remained virtually unchanged, while the average performance of firms measured either by RCI (net return on assets) or by market capitalization suffered a sharp drop in the order of 52%.

There was an analysis at the level of average pay of CEOs of companies that comprised the PSI20 and the SMI20 in 2011, in order to ascertain the variable under study, more related to those compensations. It was found that, in these companies, those salaries remain a weak relationship with the variables under study, that is, is not conclusive say which one has greater explanatory power

Compared with the Swiss reality, it was found that, in Portugal, the average pay of top managers, although in absolute value is much lower, when weighted for the performance or size companies, remains at higher relative levels. On the other hand, while in Switzerland the variable remuneration is 70% of the total remuneration, in Portugal this ratio one is by 34%.

This study paper leads to evidence that the legal limitation of the remuneration of executive directors shall not, by itself, be an effective solution in combating abusive wages, often without matching the performance. As such, one face with evidence that leads to make reservations in adopting, in Portugal, a similar process so that has assisted in Switzerland, where a popular referendum, voted by a process of legal enforcement against those salaries, considered scandalous by public opinion.

Keywords: remuneration of executive directors; legal limitation of wages; performance and corporate governance.

Índice

Introdução.....	1
CAPITULO I	6
Corporate Governance e a remuneração dos gestores	6
1.1 Enquadramento.....	7
1.2 Conceito	9
1.3 Evolução histórica	11
1.4 Modelos de governo societário.....	13
1.5 A compensação dos administradores e o corporate governance.....	16
1.5.1 Enquadramento.....	16
1.5.2 Revisão da literatura	18
1.6 O corporate governance em Portugal.....	23
1.6.1 CMVM.....	24
1.6.2 IPCG	27
1.6.3 Relatório da CMVM sobre o governo das sociedades em Portugal.....	28
1.6.4 A remuneração dos gestores – normas recomendatórias e obrigatórias.....	30
1.7 A remuneração dos gestores na Suíça	31
1.7.1 A luta contra os salários “abusivos”	31
1.7.2 O nível de vida na Suíça versus Portugal.....	33
CAPITULO II	34
Metodologia.....	34
2.1 Recolha dos Dados	35
2.1.1 Portugal	36
2.1.2 Suíça	37
2.2 Definição das variáveis.....	38
CAPITULO III	40
Análise dos dados.....	40
3.1 As remunerações dos gestores em Portugal.....	41
3.1.1 Análise da evolução dos salários mais altos das empresas cotadas	41
3.2 Os níveis de remuneração em Portugal	44
3.3 Análise dos salários dos gestores na Suíça.....	46
3.4 Os níveis de remuneração na Suíça.....	48
3.5 Comparação das duas realidades: Portuguesa e Suíça	49

CAPITULO IV	52
Discussão e Conclusão dos resultados	52
Notas Finais	56
Referências.....	57
Sites de Internet	60
Anexos.....	61

Tabelas

Tabela 1-Evolução das remunerações - Portugal.....	41
Tabela 2-Evolução do desempenho e crescimento - Portugal.....	42
Tabela 3-Evolução das remunerações vs desempenho	42
Tabela 4-Dados estatísticos Portugal.....	43
Tabela 5-Rácios (PIBpc) de Portugal.....	44
Tabela 6-Indicadores médios - remunerações Suíça.....	47
Tabela 7-Rácios (PIBpc) Suíça.....	48

Quadros

Quadro 1 - Indicadores descritivos - remunerações Portugal	44
Quadro 2 - Regressão linear - remunerações Portugal.....	45
Quadro 3 - Indicadores descritivos - remunerações Suíça	48
Quadro 4 - Modelo estatístico – remunerações Suíça	49
Quadro 5 - Comparação das remunerações em salários mínimos- Suíça vs Portugal	50
Quadro 6 - Comparação das remunerações em PIBpc – Suíça vs Portugal	50

Siglas

CEO - *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CHF - Francos Suíços

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

EUA - Estados Unidos da América

EUR – Euros

FBI – *Federal Bureau of Investigation*

IPCG - Instituto Português do Corporate Governance

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PIB - Produto Interno Bruto

PIBpc - Produto Interno Bruto *per capita*

PSI20 – *Portuguese Stock Index*

RCI – Rentabilidade dos Capitais Investidos

SEC - *Securities Exchange Commission*

SMN - Salário Mínimo Nacional

SMI20 - *Swiss Market Index*

UK - *United Kingdom* (Reino Unido)

USD – *United State Dollars*

Introdução

A crise financeira de 2008 veio mostrar ao mundo aquilo que os diversos escândalos financeiros nos Estados Unidos da América (EUA) já vinham preconizando: as vicissitudes do sistema económico-financeiro, no qual se têm desenvolvido as atividades económicas a nível global.

Tornou-se evidente a importância e a necessidade de um corporate governance mais transparente, democrático e eficaz para o desenvolvimento sustentável das organizações. Isto é, o poder corporativo deve estar igualmente distribuído entre os decisores e os interessados nos efeitos das suas decisões. A execução e a supervisão devem ser independentes e executadas por quadros competentes na área.

Em particular, tornou-se evidente que é urgente criar mecanismos legais, ou recomendatórios, que obstem ao domínio das empresas pelos seus gestores, domínio este, apoiado em cláusulas defensivas tais como: *golden parachutes*², indemnizações anormalmente elevadas em caso de rescisão de contratos e outras medidas que visam manter o poder dos executivos, permitindo-se a remunerações consideradas escandalosas pela opinião pública e, além disso, a contraciclo com o crescimento e desempenho da organização que dirigem, comprometendo-lhe o futuro.

Com o sistema de compensações dos gestores, que têm crescido bastantes nas últimas décadas (Frydman e Sacks, 2007) pretende-se atenuar os conflitos de agência (Jensen e Meckling, 1976), originados pela divergência de interesses entre o gestor, os acionistas e outros stakeholders e também pelos efeitos da assimetria da informação. O problema está na falta de poder que, muitas vezes, os acionistas sentem na tomada de decisões estruturais, o que tem levado a que o poder da gestão domine por completo os seus níveis salariais.

Os problemas de agência surgem no contexto das sociedades cotadas, uma vez que é aqui que, o bem-estar e a salvaguarda dos interesses dos acionistas dependem, em boa medida, da atuação da administração da sociedade. Um exemplo clássico deste tipo de problemas surge quando administração age em

²Cláusulas contratuais que permitem a atribuição de compensações avultadas aos administradores executivos em casos de mudança de liderança como por exemplo em situações de aquisições hostis (OPA) ou fusões com outras empresas.

exclusivo interesse próprio desviando-se do interesse da sociedade e dos seus acionistas, o que leva a práticas remuneratórias desadequadas e incentivadoras de comportamentos que se poderão revelar comprometedores de um crescimento sustentável.

À divergência de interesses, junta-se a assimetria de informação existente entre a administração e os acionistas, tendo a primeira, tipicamente, mais informação do que os segundos. Esta assimetria de informação verifica-se igualmente quanto ao mercado em geral, colocando, conseqüentemente, entraves ao seu justo e eficaz funcionamento e sugerindo a intervenção regulatória.

É neste contexto, que vemos aprovado, por referendo popular, um projeto de lei que visa regulamentar o sistema de atribuição de compensações aos quadros executivos das empresas suíças. Trata-se de um caso que, a ter sucesso, pode vir a redefinir o paradigma da administração das organizações no futuro. No entanto, há que ter em conta as possíveis conseqüências de tais medidas que, segundo o estudo elaborado por Ingolf Dittmann et al., (2011), poderão ter efeitos inesperados, quer nas próprias empresas, quer em termos macroeconómicos, tais como: menor predisposição para tomar decisões de risco, remunerações mais altas para desempenhos medíocres e diminuição do valor das empresas, que por força das restrições não poderão manter os gestores mais qualificados.

Já não é de agora a discussão sobre o tema da política das remunerações dos administradores, desde meados dos anos 80 que têm surgido vários estudos sobre o tema: Até que ponto ela é justa? Cumpre a sua função de estímulo? Premeia o bom desempenho? Ou, pelo contrário, é fruto de abuso de poder e desrespeito pelos valores que devem servir de princípio ao desenvolvimento sustentável das organizações? Na literatura sobre o tema, as opiniões dividem-se quanto ao sistema atual de remuneração dos gestores; se é ou não eficiente (Core e Guay, 2010), no sentido de alinhar os interesses dos acionistas com os interesses dos administradores das suas empresas³. Têm-se observado, através de estudos empíricos, os resultados alcançados em países da Ásia, tal

³Bebchuk e Fried, (2004) argumentam que os gestores influenciam o processo de atribuição das suas remunerações; Core e Thomas, (2005) contra-argumentam que os sistemas de remuneração em vigor são reconciliáveis com o paradigma da eficiência.

como China⁴ e Coreia do Sul⁵ onde o Estado estabeleceu tetos salariais para os CEO (*Chief Executive Officer* / presidente do órgão executivo), os quais ficaram indexados ao valor médio da remuneração de todos os colaboradores da organização. Em ambos os casos se conclui que o sucesso das medidas tomadas com o objetivo de limitar a remuneração dos CEO não tem sido alcançado. Tem-se assistido a um fraco desempenho por parte da maioria das empresas, no entanto, verifica-se que o valor total das remunerações dos seus gestores tem aumentado de ano para ano. As causas apontadas são: a falta de empenho dos CEO; a tendência para procurar outras formas de compensação, por utilização de vias menos próprias e camufladas (por exemplo, o aumento do salário médio dos trabalhadores quando este serve de indexante à sua remuneração) e também o aumento de conflitos de agência nas empresas com capital mais disperso.

O objetivo deste estudo é observar a evolução das remunerações dos administradores executivos, em Portugal, no período de 2007 a 2011 e avaliar se as mesmas estão alinhadas com o desempenho das empresas. Trata-se de um período muito particular, afetado pela crise financeira global em que as empresas, em geral, sofreram os efeitos negativos da diminuição da procura e a dificuldade de financiamento.

Pretende-se analisar, no âmbito do corporate governance, com base nas variáveis do desempenho e do crescimento, o nível das remunerações dos CEO das empresas que compunham o PSI20 e o SMI20 em 2011, de forma a elaborar um estudo comparativo entre as realidades suíça e portuguesa. Isto, com o propósito de avaliar a necessidade e a possibilidade da aplicação de uma lei limitadora das remunerações dos gestores, vir a ser adotada com sucesso no nosso País.

O caso do referendo popular na Suíça, com vista a impor uma limitação legal para as remunerações dos CEO, é uma iniciativa pioneira nos países da OCDE e está a incitar outros a tomar iniciativas similares, como é o caso da França onde começa a haver movimentações nesse sentido.

⁴Fang, e Reza, Monem, (2012), *Unintended Consequences of Capping CEO Compensation: Evidence from China's State-owned Enterprises*, Griffith University.

⁵Garner, e Kim, (2010), *Does a Salary Cap Really Work?* Department of Finance, Drexel University.

Em alinhamento com o estudo de Fernandes (2005)⁶, espera-se, de alguma forma, contribuir para a questão de saber qual a melhor forma de atingir a justiça e eficácia das remunerações dos gestores de topo em Portugal.

A estrutura deste estudo é a seguinte:

Capítulo I – Enquadramento do tema

Depois de uma panorâmica sobre o conceito e evolução histórica do tema corporate governance, são expostas as principais teorias subjacentes à compensação de executivos, de modo a contextualizar este tema e a formalizar as hipóteses em estudo. São ainda abordadas as diversas componentes de compensação, entre elas, a compensação fixa mediante a atribuição de salários, a compensação variável que diz respeito a planos de incentivos e bónus de desempenho, a compensação sobre a forma de ações e opções e ainda os planos de incentivo de longo prazo. Apresentam-se, ainda, os resultados de estudos sobre a limitação legalmente imposta em alguns países que a levaram a cabo mesmo antes da grande crise financeira que rebentou em 2008, tal como China e Coreia.

Descreve-se, ainda, a introdução do corporate governance em Portugal, seguindo a sua resenha histórica, e apresentam-se as instituições e normas ligadas a este tema.

Breve análise da remuneração dos administradores executivos na Suíça. Em traços largos descreve-se a luta do povo suíço contra os salários considerados, pela opinião pública, de abusivos. Fala-se também do nível de vida suíço versus a realidade portuguesa.

Capítulo II – Metodologia

Explica-se a escolha da amostra recolhida e a definição das variáveis e modelos estatísticos usados na análise empírica. É descrito todo o trabalho de recolha de dados sobre a remuneração mais alta em cada empresa listada na Euronext Lisbon. Apresentam-se as variáveis definidas para tentar explicar o nível das compensações dos CEO tendo por base os dados fornecidos nos

⁶Para o período 2002-2004 analisou a relação entre a remuneração dos gestores de topo e o desempenho das empresas registadas na Bolsa de Valores de Lisboa e concluiu não haver evidências de estarem, de alguma forma, relacionados. Além disso, observou também que o papel dos administradores não executivos independentes é irrelevante.

relatórios depositados na CMVM e nos *websites* das empresas. Para o caso suíço, explicam-se os dados recolhidos nas 20 maiores empresas cotadas daquele país e que compunham o SMI20.

Apresenta-se o método de análise utilizado para observar a evolução da compensação dos executivos no período entre 2007 e 2011 e para a explicação empírica da relação entre a compensação total e as variáveis definidas, para o ano de 2011.

Capítulo III – Análise dos dados

Apresentam-se e explicam-se os resultados das análises feitas para os salários em Portugal e Suíça.

Faz-se uma comparação quantitativa e ponderada entre os níveis de remuneração nos dois países.

Capítulo IV – Discussão e conclusão

Relacionam-se o conhecimento empírico, as hipóteses e os resultados obtidos, com resultados de outros estudos, destacando as semelhanças e diferenças, e as suas implicações.

Faz-se uma síntese da reflexão feita ao longo deste estudo e deixam-se sugestões para futuros trabalhos.

CAPITULO I

Corporate Governance e a remuneração dos gestores

1.1 Enquadramento

Face à complexidade e abrangência do conceito de corporate governance⁷, têm sido desenvolvidas várias teorias que tentam enquadrar este tema. A mais desenvolvida, e a partir da qual grande parte dos modelos e processos de corporate governance têm sido adotados, é a Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976) que trata dos conflitos gerados pela separação entre a propriedade da empresa e a sua gestão, sendo, por isso, aquela que mais de perto é seguida ao longo dos estudos sobre o tema. O agente é, neste caso, o órgão de gestão, contratado para, em nome dos acionistas dirigir o negócio global, para o qual a empresa foi criada. Ora acontece, muitas vezes, que os interesses das partes divergem. De igual forma, a incerteza e a assimetria de informação colocam problemas de conflitos de interesse nas relações estabelecidas na estrutura organizacional que afetam as funções básicas das organizações e o seu potencial de criação de valor. É, assim, necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar as atuações dos agentes, em particular entre os dois grupos com marcado protagonismo sobre a atividade económica empresarial: proprietários e gestores. Esta é a razão de ser do corporate governance, conceito desenvolvido nos anos 90 nos EUA.

Não basta ter a condição de proprietário, deter votos nas Assembleias-Gerais de acionistas e ocupar um lugar no Conselho de Administração para afirmar o bom governo da organização (Alonso, 1998).

Os desenvolvimentos recentes exigidos pelos mercados, cada vez mais globais e integrados, levaram a que, à escala global, as Bolsas de Valores começassem a exigir a adoção, por parte das organizações com títulos cotados, de padrões de corporate governance mais ou menos uniformes.

Basicamente, podem considerar-se dois sistemas com características muito próprias: o sistema anglo-saxónico e o sistema continental. O primeiro desenvolvido nos EUA e UK⁸ onde o capital está mais disperso e se leva muito em conta o valor e liquidez do mercado das ações das empresas e o segundo

⁷A CMVM traduziu a expressão como Governo das Sociedades. Porém, porque se reconhece maior abrangência na terminologia anglo-saxónica decidiu-se mantê-la tal no termo original.

⁸*Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, National Commission on Fraudulent Financial Reporting, (1987), EUA; Cadbury Report, (1992), Reino Unido (UK).

mais adotado na Europa⁹ onde existem grandes empresas controladas por grandes detentores de controlo de capital e votos. No modelo anglo-saxónico podemos encontrar leis de carácter obrigatório como por exemplo a lei de *Sarbanes-Oxley Act* dos EUA. É um modelo mais adaptado às sociedades de capital mais disperso aonde os administradores executivos detêm mais poder, decorrente do seu maior conhecimento da atividade da empresa. Já o sistema continental é mais adotado por empresas com capital mais concentrado aonde, muitas vezes, é o próprio acionista maioritário que desempenha o cargo de presidente do órgão executivo. Este sistema assenta, sobretudo em normas recomendatórias e códigos de boa conduta não vinculativos e baseados no *comply or explain*¹⁰.

Em termos de corporate governance, Portugal dispõe de um quadro normativo moderno, em linha com os mecanismos previstos a nível europeu e internacional: ao lado de um quadro normativo de leis e regulamentos constituído essencialmente pelos Códigos das Sociedades Comerciais e dos Valores Mobiliários, foi elaborado um conjunto de normas, às vezes designadas por *soft law*, que integra normas deontológicas, recomendações, tal como as da CMVM, e regras e códigos de boa conduta estabelecidos para e pelas próprias sociedades, editados também pelo Instituto Português do Corporate Governance, IPCG.

A transposição para a realidade portuguesa da reflexão relativa a esta temática foi realizada através da aprovação, pela CMVM, em Outubro de 1999, em alinhamento com as instâncias internacionais - adoção dos princípios da OCDE para o corporate governance - de um conjunto de recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar no exercício da gestão e controlo das sociedades admitidas à negociação. Ainda hoje, a reflexão sobre o corporate governance em Portugal não procura impor modelos rígidos e uniformes, assumindo a coexistência de dois tipos de sistemas: um mais apoiado no controlo externo (modelo anglo-saxónico) e outro que assenta mais no controlo interno (modelo continental) ou em alternativa o sistema misto designado de

⁹*Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*, (1995), Association Française des entreprises Privées Conseil National du Patronat Français.

¹⁰Quando uma empresa não adota alguma recomendação de um código de governo de sociedade, por não se ajustar à sua realidade, deve explicar o porquê da não adesão, expondo a vantagem da alternativa aplicada.

Sistema Clássico. No final, o que se pretende é que cada entidade adote um modelo de governo que melhor se ajuste à realidade da sua atividade.

Em 2001 a CMVM emite o seu regulamento n.º 7 que expõe as várias recomendações sob a forma de deveres de informação e divulgação anual das práticas societárias. No entanto, é através do regulamento 10/2005 que a matéria das remunerações dos gestores é abordada com o objetivo de reforçar o sistema de fiscalização e a ampliação da transparência da remuneração dos administradores. O regulamento 1/2007 obrigou as sociedades a declararem a remuneração individual dos gestores e o regulamento 1/2010 impõe a discriminação da remuneração em fixa e variável bem como as normas de atribuição desta última. Em Portugal, em consonância com a prática europeia, a informação relativa ao corporate governance passou a integrar um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário a divulgar pelas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação.

1.2 Conceito

O corporate governance ou o governo das sociedades na definição dada pelo Instituto Português de *Corporate Governance* é *o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência.*¹¹

Para a OCDE *envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.* (OCDE, 2004).

¹¹Silva, Artur Santos, *et. al.*, (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Lisboa, IPCG.

Para a CMVM o governo das sociedades é *o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado* (CMVM, 2005).

Existem, no entanto, várias definições alternativas de governo das sociedades, todas igualmente aceitáveis, dadas as várias perspetivas sobre este assunto. Como exemplo, pode referir-se a de Shleifer e Vishny (1996); para estes autores o *governo das sociedades lida com as formas pelas quais os fornecedores de capital para as Organizações asseguram, a eles próprios, a obtenção de retorno ao seu investimento*, ou a de Weiss (1978), citado em Evan (1993), onde diz que *o governo das sociedades se refere à estrutura de autoridade e de tomada de decisão de uma organização*.

Por sua vez, Sir Adrian Cadbury (Relatório Cadbury, 1992) oferece-nos uma definição muito mais alargada: *a corporate governance preocupa-se em obter um balanço entre os objetivos económicos e sociais e entre os objetivos individuais e da sociedade. A matriz da corporate governance existe para encorajar o uso eficiente de recursos e igualmente para exigir a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados. O objetivo é alinhar o mais próximo possível os interesses dos indivíduos, das corporações e da sociedade.*¹²

Resumindo, o governo da sociedade compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa, que levam a que sejam atingidos os seus objetivos principais, seja ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas atividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respetivos investimentos ou seja no que respeita à remuneração dos capitais investidos.

De notar, que o alcance da expressão governo das sociedades não se limita a abarcar o conjunto de estruturas de decisão e de fiscalização das organizações (os denominados mecanismos de controlo interno). Neste conceito cabem, também, todas as imposições externas, designadamente aquelas que se referem ao escrutínio e ao juízo de valor que é feito pelos diversos agentes do

¹²Banco Mundial (2000), *Global Corporate Governance Forum*, disponível em <http://www.cgov.pt>.

mercado de capitais. De salientar, ainda, que nem todos os mecanismos de governo internos à empresa resultam da livre escolha desta, alguns são fruto de imposições legais ou regulamentares.¹³

1.3 Evolução histórica

*...Quando a propriedade e controlo da sociedade não são totalmente coincidentes, abre-se o caminho para um potencial conflito entre proprietários e controladores (Adam Smith, 1776).*¹⁴

Impulsionada por contributos teóricos fundamentais que reportam ao período da revolução industrial, a primeira referência ao termo corporate governance surge na década de 70, nos EUA, pelas palavras de Richard Eells¹⁵, numa época abalada pelo caso Watergate¹⁶ um dos maiores escândalos político-financeiros conhecidos até hoje e que contribuiu em muito para a perceção de que os mecanismos de controlo e direção, se demonstravam desadequados. Surge então o denominado corporate governance movement, no qual os mais diversos autores, focam a sua atenção, na expectativa de regular e atenuar as consequências de um mecanismo de controlo societário interno deficitário. Mais tarde, escândalos financeiros no seio de grandes sociedades comerciais como as falências da WorldCom ou da Enron, vieram impulsionar o reforço das normas legislativas. Inicialmente, essa preocupação foi sentida apenas no seio das maiores economias mundiais como os EUA, Alemanha, Japão e Reino Unido. Hoje, temos um extenso e crescente corpo de matérias regulatórias e recomendatórias em matéria de corporate governance, em todo o mundo, com o propósito de reafirmar a credibilidade, fiabilidade e transparência dos

¹³Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal, (2006), Instituto Português de Corporate Governance.

¹⁴Smith, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, cuja frase original é *when ownership and control of corporations are not fully coincident, there is potential for conflicts of interest between owners and controllers* (tradução livre).

¹⁵Richard Sedric Fox Eells, adjunct professor of business at Columbia University's Graduate School of Business.

¹⁶Durante as investigações iniciadas pelo Federal Bureau of Investigation (FBI) em 1972, à campanha eleitoral de recandidatura do então Presidente dos Estados Unidos da América, Richard Nixon, foram detetadas várias irregularidades. Entre elas, o financiamento ilegal da sua recandidatura por parte de grandes empresas. Desse financiamento ilegal, e por uma maior transparência, resultaram diversas imposições às sociedades comerciais de divulgarem os seus mecanismos de controlo financeiro interno, pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), principal agência reguladora do mercado de valores mobiliários dos EUA.

*mercados, através de novos mecanismos de controlo societário a nível interno e externo.*¹⁷

De facto, foram os diversos escândalos de grandes empresas mundiais que tornaram evidente a necessidade de se criarem mecanismos legais e regulatórios que proporcionassem um corporate governance mais transparente e eficaz capaz de trazer mais credibilidade aos investidores, sob pena de a situação resvalar para níveis incontroláveis.

Foi no Reino Unido que teve lugar a publicação do primeiro e mais conhecido trabalho com vista à melhoria do governo das sociedades. Trata-se do relatório Cadbury (1992), ao qual outros se lhe seguiram: relatório Greenbury (1995), relatório Hampel (1998) e o relatório Turnbull (1999), entre outros. Publicado no Reino Unido, o relatório Cadbury foi precursor nalgumas matérias do governo das sociedades, como seja o enfoque dado ao órgão de administração.

Em 1999, com revisão em 2004, a OCDE publicou os seus Princípios de Governo das Sociedades, agrupados em torno de seis grandes grupos, a saber:

I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades;

II. Os direitos fundamentais dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos;

III. O tratamento equitativo dos acionistas;

IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades;

V. Divulgação de informação e transparência;

VI. As responsabilidades do órgão de administração.

Estes princípios são hoje uma importante referência internacional e têm servido de orientação para iniciativas legislativas e regulamentadoras não só nos Estados-Membros da OCDE, entre os quais se incluem Portugal e vários países comunitários, como em países terceiros.

¹⁷Poças, Carlos Eduardo Castro, (2012), *Corporate Governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*.

Um estudo sobre o panorama dos códigos de governo das sociedades na União Europeia (Holly Gregory, Weil, Gotshal & Manges, 2002), na altura em que tinha quinze Estados-Membros, permitiu constatar que a principal diferença entre eles residia na possibilidade dos trabalhadores elegerem alguns elementos para os órgãos de administração. Em países como a Dinamarca ou a Alemanha, tal ainda é possível. Outras diferenças importantes são a estrutura dos órgãos de administração e o dever de divulgação de informação da remuneração dos gestores.

A lei norte-americana que ficou conhecida por Sarbanes-Oxley Act (igualmente designada por Sarbox ou SOX), promulgada em Junho de 2002, após ter sido aprovada pelo Congresso, representou, um importante marco na evolução do governo das sociedades, (Donaldson, 2003).

Tal como aconteceu em relação a algumas iniciativas, à época tomadas pela Comissão Europeia, a publicação desta lei teve essencialmente na sua origem a ocorrência dos escândalos financeiros, envolvendo grandes empresas norte-americanas, designadamente a Enron (setor energético) e a WorldCom (setor das telecomunicações).

Os códigos do corporate governance são voluntários e não vinculativos, enquanto a Lei de Sarbanes-Oxley é obrigatória. Desta Lei destacam-se o dever dos auditores de relatar, positiva ou negativamente, sobre a eficácia e adequação do controlo interno e o facto das declarações financeiras periódicas das sociedades terem de ser certificadas pelo administrador executivo e pelo diretor financeiro, através de uma declaração escrita.

1.4 Modelos de governo societário

De modo a definir melhor o fim e a natureza do governo das sociedades importa também perceber que existem vários sistemas (modelos) de corporate governance que refletem diferentes conceções e perspetivas societárias, bem como diferentes estruturas de acionistas, embora atualmente se verifique uma tendência de convergência internacional.

Os modelos de corporate governance são *fórmulas matriciais de organização da administração e fiscalização de sociedades anónimas* e o *desenho*

*legislativo de cada modelo compreende o elenco, a composição e as competências dos órgãos sociais e a posição jurídica dos seus membros*¹⁸

Em primeiro lugar, temos as sociedades com o capital mais disperso, que têm (ou podem ter) milhares de acionistas e onde nenhum deles assume um papel de relevo. A gestão quotidiana da sociedade é entregue aos administradores executivos, escolhidos pelas suas qualidades profissionais e não pela titularidade de ações da sociedade, pelo que existe uma total separação entre propriedade e gestão. Entre as vantagens deste tipo de empresas são de salientar uma acentuada diminuição do risco e uma elevada angariação de capital, o que promove, por sua vez, o desenvolvimento do mercado de capitais através duma redução do custo do capital.

Entre os principais problemas destas empresas destacam-se o facto de a administração gozar de grande liberdade, sendo difícil o seu controlo por parte dos acionistas em resultado da grande dispersão do capital. Daqui resultam os “custos de agência” que advêm da circunstância de os gestores disporem de muito mais informação que qualquer outra pessoa (assimetria de informação), agindo por vezes em proveito próprio em detrimento dos interesses da sociedade e dos seus acionistas. Tornam-se, então, decisivos os mecanismos de fiscalização e controlo de administração, e da eficácia destes depende a confiança dos investidores e, por consequência, o custo e a disponibilidade de financiamento. Aqui se enquadra o **modelo/sistema anglo-saxónico**, no qual cabe um papel determinante aos investidores institucionais e onde os mercados têm maior dimensão e dispõem de maior liquidez. O problema principal consiste na proteção dos acionistas face aos amplos poderes dos gestores. Os acionistas vêem-se confrontados com gestores cujos poderes estão fortalecidos, devendo o governo societário concentrar-se neste poderes contrapostos, num independente controlo e supervisão, e numa avaliação crítica dos contratos dos gestores, sendo que o sistema de remunerações variáveis desempenha um papel decisivo no alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas (Murphy, 2002).

¹⁸Câmara, Paulo, (2008), *O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, pág. 67.

Em segundo lugar, as sociedades com acionistas maioritários (outras empresas, famílias, estado, etc.) apresentam o seu capital mais concentrado, sendo as equipas de gestão integradas por aqueles acionistas ou por pessoas da sua confiança que possuam um poder efetivo, pelo que o risco de expropriação daqueles acionistas é muito reduzido. Todavia, o principal problema reside agora na relação entre acionistas maioritários e minoritários e na sua eventual exploração, nomeadamente, através do cruzamento de participações, de várias classes de ações ou de cláusulas estatutárias (limitação dos direitos de voto)¹⁹. A preocupação determinante do governo societário consiste agora na proteção dos minoritários (que dispõem de menos informação), através de mecanismos de fiscalização e de controlo da atuação dos maioritários. Nesta estrutura acionista predomina o **modelo/sistema europeu continental** (e Japão), no qual o capital está concentrado nas mãos de bancos, empresas e famílias e onde os mercados têm menor dimensão e dispõem de menor liquidez. Aqui o problema principal reside na proteção dos acionistas minoritários e no controlo do poder dos acionistas preponderantes, os quais controlam a gestão e definem a política estratégica da sociedade, ocupando frequentemente um lugar no órgão de administração ou elegendo pessoas da sua confiança. Assim, face à existência de um acionista de relevo, assistimos, aqui, a um controlo de gestão focado na proteção dos acionistas minoritários e na prevenção de conflitos de interesses entre *blockholders*²⁰ e outros *stakeholders*.

Sucedo que, atualmente, vimos assistindo a uma crescente convergência internacional destes sistemas de direção e de controlo das sociedades, para a qual muito tem contribuído o papel pró-ativo por parte dos grandes investidores institucionais internacionais.

Em Portugal, em consequência da Reforma de 2006 e de acordo com o artigo 278º, nº 1, do CSC (Código das Sociedades Comerciais), as sociedades anónimas podem adotar uma de três estruturas de governo societário:

¹⁹Pinto, José Costa et. al., *A emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*.

²⁰ Acionistas com detenções maioritárias de capital e como tal têm grande poder de decisão.

I. **Modelo Clássico** – inclui um conselho de administração que pode delegar a função executiva em um ou mais administradores e um conselho fiscal;

II. **Modelo Anglo-Saxónico** – inclui um conselho de administração, integrando uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas;

III. **Modelo Germânico** – inclui um conselho de administração executivo, um conselho geral e de supervisão e um revisor oficial de contas.

Desta forma, as empresas portuguesas podem adotar o modelo que mais se adequa ao desenvolvimento da sua atividade e à sua estrutura de capitais. Embora o modelo clássico seja usado pelo maior número de empresas (quase $\frac{3}{4}$), o modelo anglo-saxónico está presente nas maiores sociedades abertas (com capital mais disperso) o que representa uma maioria em termos de capitalização bolsista²¹.

A Reforma de 2006, referente ao direitos das sociedades comerciais, para além das alterações ao nível dos modelos de governo a adotar, teve também impacto em outros temas do corporate governance, tais como a obrigatoriedade dos órgãos de fiscalização serem constituídos por membros independentes e o reforço dos deveres fiduciários dos órgãos sociais²².

1.5 A compensação dos administradores e o corporate governance

1.5.1 Enquadramento

A remuneração é uma das formas de alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas e deve compreender, essencialmente, três componentes: uma remuneração fixa, um bónus associado ao desempenho das empresas e uma componente variável associada a um plano de ações, através das *stock options* (opções de compra de ações da empresa a um preço previamente estabelecido).

A política geral de vencimentos e os pacotes remunerativos individuais de cada executivo constituem as tarefas principais da comissão de remunerações, que,

²¹CMVM, (2012), *Relatório Anual sobre o Governo de Sociedades Cotadas*.

²²Cunha, Paulo Olavo, (2010), *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, pág. 40 e ss.

no mínimo, deve ser responsável por decidir a remuneração do presidente da comissão executiva e respetivos diretores executivos e do presidente do conselho de administração, (Bender, 2006).

Um aspeto que interessa analisar na remuneração dos gestores e dos diretores, é se esta está, realmente, alinhada com os interesses dos acionistas, de acordo com o previsto pela “teoria de agência”. Em organizações sujeitas à fiscalização por parte de um grande acionista, isto é, com uma estrutura de acionistas com capital mais concentrado, assiste-se a um controlo mais apertado por parte deste, esbatendo-se aqui os conflitos preconizados por aquela teoria. Já nas empresas com capital mais disperso, onde a força individual dos acionistas é menor, este controlo é feito pela assembleia geral de acionistas mediante propostas da comissão de remunerações.

Aplicando o sistema de compensação baseada no desempenho, torna-se mais fácil alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos diversos *stakeholders*, diminuindo, assim, o conflito entre a gestão e os investidores. Os gestores ficarão mais empenhados na criação de valor, uma vez que, desta forma, estarão a aumentar as suas compensações remuneratórias. Uma relação forte entre o empenho e a remuneração total leva a uma seleção e retenção dos gestores mais capacitados e motivados.

Apesar das vantagens apresentadas, é entendimento cada vez menos comum²³, que a componente variável da remuneração dos gestores esteja isenta de perigos e desvantagens para a própria sociedade. Isto, porque, os gestores menos escrupulosos podem manipular resultados e correr riscos elevados e desnecessários na tentativa de obterem uma maior compensação. Por outro lado, uma remuneração com uma componente maioritariamente fixa, poderá levar a comportamentos de negligência e falta de interesse por parte da gestão, por falta de incentivo ou a atração de gestores menos competentes.

Num sistema de remuneração baseada no desempenho, é usual verificarem-se as seguintes componentes da remuneração total: participação nos lucros; opções de compra de ações a um preço pré-determinado; um plano, de longo prazo, de atribuição de ações e as compensações fixas (não relacionadas com

²³Duffhues e Kabir, (2008), *Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from Netherlands*, in *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 18-1, pag. 45 ss..

o desempenho da empresa) de que são exemplo o salário base, planos de reforma e outros emolumentos. O salário base mais as participações nos lucros são os designados pagamentos em *cash* (em dinheiro imediatamente disponível). Os outros elementos da compensação são designados os pagamentos diferidos (contribuem para manter a estratégia de crescimento da empresa levada a cabo pelos seus gestores de topo) (Jensen e Murphy 1990, Core e Guay 2001).

Pelo exposto, se compreende que a análise dos modelos de remuneração e o papel da comissão de remunerações, constitui um aspeto de elevada importância prática na vida das sociedades, quer no que concerne à sua sustentabilidade, quer quanto à sua imagem no meio social em que se integra.

1.5.2 Revisão da literatura

Muitos são os estudos existentes que evidenciam o crescimento desajustado das remunerações dos executivos ao longo das três últimas décadas. Segundo Bebchuk e Grinstein (2005) no seu estudo às empresas cotadas americanas, as compensações cresceram muito mais que o desempenho ou o valor da empresa no período de 1993 a 2003. Se este crescimento tivesse mantido a relação com os mesmos indicadores, que tinha no início do período em observação, as remunerações médias dos executivos seriam metade do que eram no fim daquele período. Alerta ainda para o facto de no início do período o rácio entre a remuneração agregada dos 5 gestores de topo e o lucro agregado da empresa, ser de 5 por cento e no final, ter aumentado para 10 por cento. Além disso, observa que face ao crescimento da remuneração variável baseada no desempenho do capital próprio, este não foi acompanhado do efeito de substituição na remuneração fixa. Pelos dados apresentados no estudo pode-se confirmar que as remunerações totais dos gestores de topo cresceram três vezes. Nos EUA, a relação da média das remunerações dos CEO com o salário médio daquele país era de 400 vezes mais; segundo um relatório de 2009, mesmo durante a grande crise financeira aquelas remunerações cresceram 4,5 por cento (Garner e Kim, 2010). Esta relação é bem mais modesta noutros países: UK 22; Canadá 20 e Japão 11. No entanto, os EUA evitaram sempre adotar medidas drásticas decidindo, antes, apoiar mais os mecanismos reguladores do mercado. Começou então a ser exigida a

divulgação da informação sobre a matéria que se manteve sempre firme em todas as subsequentes reformas dos regulamentos. De notar que a partir de 1992, a administração Clinton começou a taxar as remunerações superiores a 1 milhão de dólares que não estivessem correlacionadas com o desempenho da empresa em causa. O presidente Obama aprovou um diploma limitando a remuneração dos CEO, das empresas que foram financeiramente apoiadas, a 500 mil dólares (remuneração total do CEO).

Os debates e discussões sobre as compensações remuneratórias dos administradores das empresas surgem mais acesos em tempos de crise como esta que o mundo atual tem vindo a atravessar desde 2008. Já aquando da Grande Depressão dos anos 30 do século passado, a opinião pública exigia controlo e contenção nos vencimentos dos executivos reclamando das suas compensações escandalosas (Sen. Burton Wheeler, 1934)²⁴.

Finalmente, a crise financeira atual produziu uma torrente de propostas para limitar as compensações dos gestores executivos mesmo por via legal.

Segundo Ingolf, (2011), podem-se agrupar em três grupos as diferentes propostas de limitação das compensações:

I. Remuneração *ex-post* ou realizada (remuneração compensatória).

Esta remuneração diz respeito às compensações devidas por cancelamento de contrato com o CEO, aquisições ou fusões entre outros eventos anormais. Tem-se assistido a compensações consideradas pela opinião pública como *escandalosas* neste domínio e que levaram políticos de alguns países a tomar medidas no sentido regulamentar esta matéria mas sem sucesso, uma vez que, esbarrando em obstáculos legais e constitucionais, apenas podem apelar às administrações da empresas que sejam elas próprias a implementar medidas restritivas.

Alguns exemplos são:

- As tomadas de posição, pelo governo canadiano, que elaborou o *2009 Executive Compensation Principles*, que aconselha que devem ser feitos

²⁴Informação recolhida em Ingolf, Dittmann, Ernst, Maugz, Dan, Zhangx,(2011), *Restricting CEO Pay*.

testes de sensibilidade para averiguar se tais remunerações não poderão vir a pôr em causa o desenvolvimento sustentável das empresas;

- O Parlamento Alemão, que em 2009 aprovou uma lei sobre a *Adequada compensação dos gestores executivos que estabelece que as administrações devem prevenir a possibilidade de limitar as remunerações em situações excepcionais*, esta norma é ambígua e é mais uma recomendação que uma imposição;

- Por fim o Código do Corporate Governance da Holanda diz *que o órgão de supervisão deve determinar o nível e estrutura da remuneração dos executivos tendo em conta os desempenhos conseguidos e respeitando o diferencial de remunerações dentro da organização.*

Constata-se que criar normas impositivas não tem sido fácil para os políticos que, mais não têm feito do que recomendar a adoção de boas práticas de governo societário, com o intuito de atender à crítica social.

II. Limitação da remuneração *ex-ante* ou contratual (compensação total)

As remunerações totais trazem, também, muitas ‘dores de cabeça’ àqueles que as observam mais atentamente e que formulam várias propostas de limitação das mesmas. Por exemplo, são várias as opiniões que sustentam que os salários mais altos não devem ultrapassar alguns múltiplos dos salários mais baixos da organização. Crystal (1991) aponta o argumento de Plato que recomenda que este múltiplo não deveria ser superior a cinco.

Em tempos mais modernos, o J P Morgan Bank²⁵ recomendou que este múltiplo não excedesse o n.º 20 (Crystal, 1991).

III. Limitação nas componentes salariais.

Aqui põe-se a questão qual das várias componentes da remuneração deve ser regulada. Tem-se verificado que, ora umas ora outras, vão ganhando adeptos entre público em geral e políticos. A medida tomada por Bill Clinton, conhecida como “a lei do milhão de dólares” demonstrou que as altas remunerações não justificadas pelo desempenho não eram bem aceites, pela opinião pública, nos anos 90. Esta lei levou a que os gestores passassem a optar por componentes de salário variáveis e preferissem o

²⁵*The Boss: Underworked and Overpaid?* - Publicado no New York Times em 17 de novembro de 1991 By Karen W. Arenson.

pagamento em bônus e ações ou opções e, desta forma, estava-se a compensar os fracos desempenhos. Se, por um lado, as compensações baseadas em remunerações fixas levam à falta de incentivo e empenho, por outro lado, as compensações baseadas maioritariamente em remunerações variáveis levam à tomada de decisões mais arriscadas (com mais potencial de lucros a curto prazo), não atendendo a objetivos de médio e longo prazo.

1.5.2.1 A limitação legal das remunerações

Na procura da melhor solução para a questão de salários adequados e justificados para os executivos, têm sido desenvolvidos estudos empíricos que nos levam a conclusões interessantes sobre esta temática.

Ingolf *et al.* (2011) no seu estudo *Restricting CEO Pay* conclui que as várias formas de limitar os salários podem levar a consequências indesejáveis, quer para a empresa em si, quer mesmo para a macroeconomia do país que aplica essas normas restritivas. Se a limitação se centrar nas diferentes componentes da remuneração, as empresas encontram facilmente forma de contornar as normas. Por outro lado, se a limitação se dirigir à remuneração total de forma contratual, a empresa vai ter dificuldades em manter o nível de gestão, vai enfrentar fracos desempenhos com compensações desadequadas, vai ver o seu valor cair nos mercados e perder competitividade com as empresas de outros países onde não se verifiquem restrições aos salários dos CEO.

Garner e Kim (2010) elaboraram o estudo *Does a Salary Cap Really Work?*, sobre empresas da Coreia do Sul, no período de 2003 a 2007, as quais eram obrigadas a definir previamente a remuneração máxima total dos executivos nos próprios estatutos ou em assembleia geral de acionistas. Chegou a concluir que as evidências apontam no sentido de que estas imposições só se tornavam efetivas em empresas onde o capital estava mais disperso e onde o nível do corporate governance e a supervisão externa era mais efetiva. Pelo contrário, nas empresas com capital mais concentrado (empresas com administração familiar), tais medidas não funcionavam e o nível das remunerações reais ultrapassava muito os limites impostos. Demonstrou que as evidências levam a concluir que a existência de um corporate governance transparente e eficaz, composto por órgãos com funções bem delimitadas e independentes, contribui para níveis de remuneração adequados com os vários

interesses corporativos, mais do que quaisquer medidas legais e restritivas. A temática das remunerações excessivas seria resolvida através de uma política de compensação baseada no desempenho conseguido pelo gestor, que seja motivadora e ao mesmo tempo ajustada aos indicadores corporativos.

Noutro estudo, (Fang e Reza, 2012), observaram as consequências indesejáveis das restrições impostas pelo governo chinês desde os anos 80 com a intenção de combater a desproporcionalidade injustificada entre os salários dos executivos e dos trabalhadores das empresas públicas²⁶. Por imposição legal, o salário máximo não podia ultrapassar 20 vezes o salário médio da empresa. Demonstraram haver evidências de que a limitação dos salários dos gestores vem acompanhada de problemas de agência representados em fracos desempenhos, diminuição do valor da empresa, fraudes, fracos resultados económico financeiros e pouca sensibilidade a remunerações baseadas no desempenho. Por outro lado, as empresas sujeitas a estas restrições, encontraram outras formas de compensar os seus CEO, a fim de contornar as normas impostas ou forçarem o aumento médio dos salários da empresa com o intuito de justificar as remunerações dos seus gestores. Trata-se de um trabalho que vem enriquecer o debate sobre as compensações dos executivos no mundo ocidental.

A.A. Bart Bootsma (2009) elaborou uma tese de mestrado, sobre a relação entre o salário dos CEO e o desempenho das empresas holandesas, listadas na Euronext de Amsterdão, no período entre 2002 e 2007. Analisou especialmente a reação das empresas às normas do novo código de corporate governance adotado em 2004²⁷. Concluiu que há evidências de que a relação entre o desempenho e a compensação se reforçou e que comparada internacionalmente, esta se mantém relativamente baixa.

Em conclusão, pode dizer-se que as evidências empíricas apontam no sentido de que as várias tentativas de limitar a remuneração dos executivos têm saído

²⁶Em setembro de 2009, a lei chinesa determina que o salário base dos CEO não poderá ultrapassar 5 vezes o salários médio dos colaboradores e que a remuneração variável não poderá ir além de 3 vezes o salário base. No final, a remuneração total não poderá ultrapassar 20 vezes a remuneração média de todos os trabalhadores da empresa.

²⁷Este código prevê que as remunerações dos executivos estejam baseadas no desempenho do capital próprio das empresas e que sejam determinadas tendo em conta a relação com as remunerações médias praticadas. Estas decisões serão da responsabilidade dos órgãos de supervisão da empresa.

infrutíferas. Em todos os casos de estudo se observaram consequências e efeitos indesejados, tais como salários reais ainda mais altos, fraudes e uso de artimanhas para aumentar as compensações, entre outras. Tudo isto a despeito do verdadeiro interesse das empresas e seus acionistas. Fica ainda evidente que, para se conseguir que as empresas tenham um sistema de remunerações que cumpra os objetivos da equidade, isto é, que esteja alinhado com os interesses de todos os *stakeholders*²⁸ da empresa, e ao mesmo tempo sirva de incentivo para gerar crescimento, se deve lutar por criar mecanismos que levem à existência de um corporate governance mais eficaz, onde os órgãos corporativos funcionem com transparência e que forcem a gestão a produzir informação, não enviesada, para todos os *stakeholders*.

1.6 O corporate governance em Portugal

Embora tendo a sua origem nos EUA, o conceito de corporate governance como instrumento de criação de valor, pode já considerar-se património mundial nos atuais mercados de valores mobiliários. A ideia primordial subjacente ao governo das sociedades é a de que as sociedades cotadas devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos seus investidores. Nesta conformidade, cada empresa deve ser administrada e gerida em benefício de todos os acionistas e demais interessados e não em função dos interesses individuais ou de determinados grupos de acionistas, com os quais podem haver relações preferenciais ou para servir os interesses não justificados dos seus gestores.

A OCDE, em 1998, constituiu um grupo de trabalho para acompanhar a evolução desta temática em diversos países. Este trabalho culminou com a aprovação, em 1999, de um conjunto de Princípios sobre Governo das Sociedades, que representam indicações dirigidas aos Estados no sentido de introduzir ajustamentos legislativos a fim de se criarem os mecanismos necessários à defesa dos direitos dos acionistas e dos demais *stakeholders* das empresas cotadas. A reflexão sobre o corporate governance não procura impor modelos rígidos e uniformes, assumindo com naturalidade a coexistência de dois tipos de sistemas; um mais apoiado no controlo externo e outro que repousa mais no controlo intra-societário.

²⁸Todos aqueles que de alguma forma têm interesse na atividade da empresa em causa.

As primeiras referências ao conceito de corporate governance surgiram no ordenamento jurídico português em 1999, sob a forma de recomendações emitidas pela CMVM por transposição dos princípios de corporate governance, adotados no seio do Conselho de Ministros da OCDE.²⁹

1.6.1 CMVM

A transposição para o mercado português da reflexão relativa a esta temática foi realizada através da aprovação, pela CMVM³⁰, em Outubro de 1999, de um conjunto de Recomendações relativas a regras de conduta a observar no desempenho das funções de direção e controlo das sociedades admitidas à cotação das suas ações no mercado português. Foram emitidas 17 recomendações referentes ao corporate governance classificadas em 5 grupos distintos: 1) recomendações sobre divulgação e comunicação da informação económico-financeira das empresas; 2) recomendações referentes ao ato do voto e representação dos acionistas; 3) recomendações na adoção de regras societárias; 4) recomendação sobre a estrutura e funcionamento dos órgãos diretivos e de administração e 5) recomendações para os investidores institucionais.

A CMVM³¹, criada pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, é a autoridade a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a atividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados.

A CMVM considera que uma adequada política de corporate governance deve: garantir a transparência; assegurar a defesa dos acionistas e dos credores; responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objetivos e pelas violações à lei; não impedir a maximização de performance; ser conforme às normas internacionais e ser ajustada à realidade do país.

²⁹Poças, Carlos Eduardo Castro, (2012), *Corporate Governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*.

³⁰Compete à CMVM, no âmbito das suas funções de supervisão e regulação, o acompanhamento da eficácia e adequabilidade do âmbito do enquadramento regulamentar e recomendatório do governo das sociedades cotadas.

³¹http://www.cmvm.pt/a_cmvm/index.asp

Em 2001³², foi acentuado o relevo da divulgação e informação ao obrigar as sociedades cotadas a divulgar se, e em que medida, cumprem tais recomendações ou, caso não o façam, explicar por que tal não acontece. Criou-se o lema *comply* ou *explain*, que assenta em mecanismos de mercado para penalização das sociedades com opções discutíveis do ponto de vista da governação. Desta forma as empresas devem informar o cumprimento das recomendações ou justificar a razão do incumprimento das mesmas, expondo os factos que originaram a decisão da não-aceitação de determinada recomendação. Algumas recomendações foram elevadas a deveres de divulgação de informação.

Em 2003³³, procedeu-se a nova revisão das Recomendações da CMVM, depois de consulta e discussão pública, para assegurar a sua atualidade e ajustamento às práticas internacionais, mantendo uma postura de inconformismo e permanente crítica, tendo em vista a otimização dos sistemas organizativos e de regulação, um legado central do corporate governance. Em concreto procurou-se resposta para melhores práticas e funcionamento dos órgãos gestores; da independência dos auditores e de exigir que as sociedades cotadas dispusessem de um *website* na internet onde vertessem toda a informação necessária a todos os interessados na vida daquelas organizações. Foi desenhado um modelo de divulgação a ser seguido pelas empresas cotadas e para não cotadas que quisessem aderir aos fundamentos do corporate governance.

O regulamento 10/2005 veio alterar o regulamento 7/2001 a fim de harmonizar as normas portuguesas com as novas práticas internacionais³⁴. A fim de reforçar a função de fiscalização, foi introduzida a figura do administrador não executivo no governo corporativo.

Com as alterações introduzidas ao Código das Sociedades Comerciais pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, nas matérias respeitantes às estruturas de governo das sociedades anónimas e a consagração do artigo

³²Regulamento 7/2001. Passou a ser obrigatório elaborar relatório sobre o governo da sociedade como parte integrante do relatório de gestão anual.

³³Regulamento da CMVM 11/2003 (Regulamento de alteração ao regulamento 7/2001 e ao regulamento 11/2000 – Governo das sociedades cotadas).

³⁴Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de 15 de fevereiro de 2005, sobre o Papel dos Administradores Não Executivos e à Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de dezembro de 2004, sobre a Remuneração dos Administradores.

245.º-A no Código dos Valores Mobiliários, no âmbito da transposição da Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição, o regulamento CMVM 1/2007 veio alterar o regulamento 7/2001. Pretendeu-se harmonizar as recomendações com a lista de incompatibilidades prevista no artigo 414.º-A do CSC. Também o n.º 5 do artigo 414.º do CSC, consagra um conceito de independência, cuja aplicação abrange, consoante o modelo de governo escolhido, os membros do conselho fiscal, os administradores não executivos membros da comissão de auditoria, os membros do conselho geral e de supervisão e os membros da comissão para as matérias financeiras.

A crise internacional despoletada em 2008 veio reacender o debate sobre as más práticas de governance que teriam contribuído para as graves situações financeiras internacionais. Em consequência, tornou-se necessário rever as normas e recomendações para o governo das sociedades e foi assim que vemos o regulamento 7/2001 ser revogado pelo regulamento 1/2010. Este regulamento, interveio sobre os seguintes aspetos fundamentais: (1) consagrou a possibilidade do emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado escolher o Código de Governo de Sociedade que entendesse mais adequado às suas características, desde que respeitasse os princípios consagrados no artigo 1.º, n.º 2; (2) estabeleceu a informação a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração³⁵ e fiscalização das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, na sequência da publicação da Lei 28/2009, de 19 de Junho.

Porquanto, o corporate governance é uma temática muito dinâmica e, por isso, em constante mudança, já em 2013 vemos aprovada o novo regulamento 4/2013 que vem revogar o regulamento 1/2010 a partir de 31/12/2013³⁶. A revisão do regime agora empreendida incide sobre o conteúdo do relatório do corporate governance, sistematizando as exigências informativas cuja prestação é obrigatória, possibilitando que as sociedades recorram a um

³⁵Passou a ser obrigatório discriminar a remuneração individual dos administradores.

³⁶Não obstante manter-se o atual Regulamento da CMVM n.º 1/2010 em vigor até 31 de dezembro de 2013, no exercício de 2014, quando as sociedades submetam à consideração dos seus acionistas o relatório anual de gestão relativo ao exercício de 2013, o relatório de governo societário será elaborado de forma a incluir os elementos e a obedecer ao modelo previsto no Anexo ao presente Regulamento, conferindo, dessa forma, às sociedades um período adequado para conformação com o novo modelo e com a forma de cumprimento das exigências informativas. Tal disposição não limita a possibilidade (rectius, o dever) de, ainda no decurso de 2013, as sociedades conformarem as suas práticas de governo com as recomendações decorrentes de qualquer Código de Governo.

código de governo das sociedades distinto daquele divulgado pela CMVM. Clarifica-se ainda, no contexto do princípio *comply or explain* que enforma a aplicação do código de governo das sociedades, a equivalência material entre o cumprimento das recomendações e a explicação para o não cumprimento, quando esta explicação permita uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação.

1.6.2 IPCG

De referir também a existência do Instituto Português do Corporate Governance criado em 2003, uma é uma associação de direito privado, sem fins lucrativos, constituída por tempo indeterminado e que tem como missão a investigação e divulgação dos princípios de corporate governance podendo para o efeito desenvolver todas as atividades adequadas a tal fim. Em fevereiro de 2006 o IPCG lançou o *Livro Branco sobre o Corporate Governance*, um documento que analisava a realidade portuguesa e continha em si um conjunto de recomendações de boas práticas. No final de 2012 concluiu um código de corporate governance (aprovado em 30/01/2013) que se afirma como uma alternativa ao código da CMVM na medida em que se mostra mais adaptável e flexível a heterogeneidade do portfólio das empresas portuguesas. Este código tem como base o modelo do *comply or explain* e deixa às empresas a responsabilidade de elas próprias criarem regulamentos alternativos de boas práticas de governação, desde que explicada ao mercado a sua aplicação bem-sucedida no alcance dos objetivos do corporate governance. Este código apresenta-se ao mercado como fruto dos princípios da autorregulação, produzido com base na auscultação dos próprios utilizadores na intenção de que estes se sintam mais ligados ao processo de adoção de modelos de governação mais eficazes na criação de valor para todos os interessados nas atividades das empresas³⁷. A necessidade de articular algumas das disposições deste código com o Regulamento n.º 4/2013 da CMVM, entretanto publicado, veio exigir que, no seu articulado, se fizessem algumas alterações que o tornam mais equilibrado e mais adaptado à realidade empresarial portuguesa.

³⁷ Informação recolhida da entrevista de 30/01/2013 no “Hora Económico”, feita ao Dr. Pedro Rebelo de Sousa, presidente do IPCG e ao Prof. Dr. Pedro Maia que fez parte da comissão encarregada da elaboração deste código, no âmbito da apresentação do referido documento.

Também em 2014, vemos editado o Manual de Governo das Sociedades incluindo o Código de Governo das Sociedades do Terceiro Setor³⁸. O objetivo é: *dotar as organizações do Terceiro Setor de Modelos de Governo mais modernos e profissionais e de práticas e processos que o livro Manual de Governo apresenta, incentivando à sua implementação, não deixando nunca de respeitar os princípios originários que caracterizam estas organizações. Desenvolvido pela SRS Advogados, o Código de Governo de Entidades do Terceiro Setor que o acompanha vem reforçar o potencial de impacto social que o Manual de Governo pode ter, uma vez que reúne um conjunto de princípios e recomendações, à semelhança do Código de Governo de Sociedades desenvolvido pelo IPGC (Instituto Português de Corporate Governance) em que se baseia, mas desta feita, adaptado à realidade concreta do Terceiro Setor. (Autores: Carlos Azevedo; Maria José Santana SRS Advogados e Neuza Pereira de Campos SRS Advogados).*³⁹

1.6.3 Relatório da CMVM sobre o governo das sociedades em Portugal

Na consulta ao relatório da CMVM de 2012 sobre o governo das sociedades com referência ao ano de 2010 podemos retirar que as 222 participações qualificadas identificadas nas 44 empresas cotadas, representavam 75,9% do capital social das empresas e 70,2% da capitalização bolsista. Em metade das empresas analisadas, uma pessoa física ou jurídica exercia domínio. Todavia, estas 22 empresas representavam apenas 26,9% da capitalização total.

O *free float* medido pelo capital social foi de 22,5% em média, particularmente representativo nas empresas do modelo dualista (47,4%), nas do sector financeiro (35,1%) e nas de maior dimensão (31,3%). O *free float* rondou os 30% quando medido em termos de capitalização bolsista.

Quanto aos modelos de governo, continua a verificar-se a predominância do modelo latino (32 empresas). As sociedades que optaram pelo modelo dualista (2 empresas) eram, em termos de capitalização bolsista média, seis vezes maiores que as empresas do modelo latino e tinham o dobro da dimensão das empresas do modelo anglo-saxónico (10 empresas).

³⁸Entidades não lucrativas que preenchem a lacuna existente entre o setor privado e setor público e que têm desempenhado um importante papel social.

³⁹Retirado da página web em 20140901:

http://www.cgov.pt/index.php?searchword=3+setor&option=com_search&Itemid=

Foram identificadas 68 comissões exclusivamente compostas por elementos do órgão de administração (incluindo a Comissão Executiva), dispersas por 32 empresas diferentes. Cerca de 4% dos administradores foram responsáveis por 20% dos lugares de administração, em empresas dentro e fora dos grupos onde exerciam funções. Identificaram-se 17 administradores que acumulavam lugares de administração em 30 ou mais empresas, havendo um caso de um administrador que pertencia ao órgão de administração de 73 empresas.

As remunerações pagas aos membros dos órgãos de administração, no âmbito do perímetro de consolidação das sociedades cotadas, totalizaram pouco mais de EUR 125,5 milhões (aproximadamente EUR 264 mil por administrador). Entre as formas de remuneração que refletem fundamentalmente responsabilidades de médio e longo prazo, cerca de metade são relativas a benefícios de cessação de emprego. Os fundos e os planos de pensões no âmbito de um plano de benefícios de longo prazo e os pagamentos baseados em ações e/ou outros instrumentos financeiros perderam algum peso relativo face ao total das remunerações. Em geral, as remunerações fixas aumentaram de relevo como forma já de si preferencial de remuneração, tendo esta evolução sido transversal aos diversos tipos de empresas (isto é, independentemente de consideradas por sectores, dimensão ou modelo societário). As remunerações atribuídas aos administradores executivos diminuíram em termos médios para EUR 449,3 mil (foram de EUR 513 mil em 2009). Houve 21 administradores que receberam mais de EUR 1 milhão, tendo o valor máximo sido de EUR 1,42 milhões. A componente fixa das remunerações dos executivos foi cerca de 2,3 vezes superior à componente variável. Em apenas quatro empresas os membros dos conselhos de administração indicaram possuir direitos de opção para aquisição de ações da sociedade. Se a totalidade dos direitos fossem exercidos, estes representariam, em média, 1,7% do capital social das respetivas sociedades.

O cumprimento do dever de *comply or explain* pelas sociedades cotadas nacionais piorou ligeiramente face a 2009. Com efeito, em apenas 35% das situações em que não se verificou o cumprimento das recomendações a explicação avançada pelas sociedades foi tida como efetiva pela CMVM (39%

em 2009). Isto leva a evidências da existência de uma fraca adesão das empresas portuguesas aos princípios do corporate governance.

1.6.4 A remuneração dos gestores – normas recomendatórias e obrigatórias

Em 1999, o tema das remunerações não estava mencionado nas recomendações do governo societário. Em 2001, evidenciou-se o desejo de que *uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade, de modo a aproximar os interesses dos membros dos órgãos de administração dos interesses dos acionistas*⁴⁰.

Em 2003, a redação recomendatória foi mais além, de modo a definir que a *remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade*. As recomendações preconizavam já que a remuneração fosse objeto de divulgação anual de forma individual o que se manteve na versão de 2005 do código de governo das sociedades.

A consolidação destas recomendações verificou-se na versão de 2007 do código de governo das sociedades. Ali, se dispunha, na recomendação II.1.5.1, que *a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com o da sociedade. Neste contexto: i) a remuneração dos administradores que exerçam funções executivas deve integrar uma componente baseada no desempenho, devendo tomar por isso em consideração a avaliação de desempenho realizada periodicamente pelo órgão ou comissão competentes; ii) a componente variável deve ser consistente com a maximização do desempenho de longo prazo da empresa e dependente da sustentabilidade das variáveis de desempenho adotadas; iii) quando tal não resulte diretamente de imposição legal, a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração deve ser exclusivamente constituída por uma quantia fixa*. A versão atual mantém a tendência de consolidação deste tema tornando esta, a

⁴⁰CMVM (DEZ. 2001), Recomendação nº 12.

recomendação mais extensa do código, o que de algum modo, tem dificultado o seu acolhimento, quer pelas empresas, quer pelos investidores⁴¹.

O regulamento da CMVM 1/2010 apresenta diversas prescrições informativas no âmbito da remuneração, quer no seu artigo 4º, quer no anexo que serve de norma ao relatório anual do governo societário.

O CSC (código das sociedades comerciais) no artigo 399.º, n.º 2 prevê a permissão de remuneração variável dos administradores executivos, o que se aplica às sociedades com modelo dualista conforme o artigo 429.º. Colocam-se dois requisitos para a aplicação da remuneração variável: primeiro, a percentagem máxima dos lucros a distribuir aos administradores deve estar prevista no contrato de sociedade; segundo, não podem ser distribuídas aos administradores reservas ou lucros que, por lei, não possam ser distribuídos aos acionistas.

Por seu lado, a Lei nº 28/2009, de 19 de Junho obriga a uma declaração sobre a política de remunerações, que inclua uma descrição dos mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses da sociedade.

No enquadramento comunitário, temos a recomendação 2009/3159, de 30 de abril de 2009 sobre a remuneração dos administradores de sociedades cotadas.

1.7 A remuneração dos gestores na Suíça

1.7.1 A luta contra os salários “abusivos”

O debate sobre os ‘abusos’ nas remunerações dos gestores das empresas, na Suíça, tem tido contornos de combate e resiliência. Em março de 2011 a juventude socialista elaborou um texto sobre a matéria do qual se pode destacar a exigência mais importante no que diz respeito às remunerações mais altas dentro das empresas suíças, que o ordenado mais alto não ultrapassasse 12 vezes o ordenado mais baixo. Sustentavam que os mais ricos, com a cumplicidade do Parlamento, se têm servido de forma vergonhosa

⁴¹Câmara, Paulo *et. al.*, (2012), *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Editora Almedina pag.182/183.

da riqueza do país. Que, entre 2002 e 2008, os salários dos administradores progrediram 80%, enquanto os dos outros trabalhadores apenas subiram à volta de 2%.⁴² Em setembro de 2012, o Conselho Nacional daquele país rejeitou a proposta. Tendo previsto este desfecho, o senador Thomas Minder propôs logo de imediato um referendo popular, que já vinha preparando desde 2008, não tão drástico, com o objetivo de que fossem dados mais poderes aos acionistas na política de remunerações das suas empresas e que se acabasse com os *golden parachutes* 'escandalosos'. Esta proposta chamada de *l'initiative populaire contre les rémunérations abusives* foi aceite e os suíços foram chamados às urnas em 3 de março de 2013⁴³. Os resultados do referendo deram o sim a esta proposta de Lei que prevê que as assembleias gerais devam votar, anualmente, o montante global das remunerações do conselho de administração, da comissão executiva e do conselho de supervisão. Interdita, ainda, o pagamento de bónus no ano de entrada, dos *golden parachutes* e outros benefícios em caso de venda ou compra da empresa. Os incumpridores poderão ser punidos com penas de prisão até 3 anos e multas até 6 remunerações anuais. Em junho de 2013, foi posto à auscultação pública o projeto de lei que deverá entrar em vigor a 1 de janeiro de 2014 de forma escalonada até Janeiro de 2015.⁴⁴

A proposta apresentada originalmente um ano atrás, pela juventude socialista local, liderada por David Roth, que recolheu 100 mil assinaturas - entre oito milhões de suíços - para conseguir lançar o tema a votação nacional e, eventualmente, inscrevê-lo na constituição, foi votada pelo povo suíço em novembro de 2013. A iniciativa, chamada "1:12 por um Salário Justo" (no original, "*1:12 Initiative for Fair Pay*"), propõe que o salário mais alto numa

⁴²SALAIRES ABUSIFS-27 septembre 2012 17:03; Act: 27.09.2012 17:56

Le National contre la limitation des salaires, *Le Conseil National a rejeté jeudi par 110 voix contre 59 l'initiative de la Jeunesse socialiste «1:12 - Pour des salaires équitables»*. <http://www.20min.ch/ro/news/monde/story/Le-National-contre-la-limitation-des-salaires-16956836>

⁴³«En Suisse aussi, on veut limiter les salaires des grands patrons» Par Laurence BOISSEAU | 25/09/2012 | mis à jour le 03/10/2012. <http://business.lesechos.fr/directions-generales/gouvernance/0202285454429-en-suisse-aussi-on-veut-limiter-les-salaires-des-grands-patrons-406.php>

⁴⁴Communiqués, Le Conseil fédéral, 14.06.2013-Contact / renseignements:Olivier Blanc, Office fédéral de la justice, T +41 31 322 41 18, Contact-Florian Zihler, Office fédéral de la justice, T +41 31 323 09 82, Contact-Département responsable : Département fédéral de justice et police, T +41 31 322 21 11, Contact.

empresa só possa ser 12 vezes superior ao salário mais baixo na mesma empresa, por uma questão de 'igualdade'.

Tanto a maioria das multinacionais com sede no país, como os partidos de direita e o Governo, representado pelos conservadores locais, o Partido Popular, estão contra a medida, que dizem que iria gerar deslocalização de inúmeras empresas e baixa na receita de impostos: *nunca iríamos para os EUA e pensar quanto é que aqui se pode pagar às pessoas? Tem de se pagar o que se tiver de pagar para atrair os trabalhadores, consideram*⁴⁵.

Mais uma vez esta proposta foi chumbada, o povo rejeitou a ideia de uma tão drástica limitação dos salários em causa. Os eleitores voltam a ser chamados a votar sobre salários em 2014, para decidirem uma proposta lançada pela União Sindical Suíça, que exige que o salário mínimo mensal seja de 4.000 francos suíços (cerca de 3.333 euros), por 42 horas de trabalho semanal⁴⁶.

1.7.2 O nível de vida na Suíça versus Portugal

A Suíça é o país mais rico por habitante, com um património médio de quase 142 mil euros. Segundo os dados provisórios do INE, em 2012, Portugal tinha um rendimento *per capita* abaixo dos 16 mil euros. De acordo com o estudo anual *Global Wealth Report*, (2012) da Seguradora Allianz, que analisa o património e a dívida dos cidadãos de mais de 50 países, o segundo país com mais riqueza *per capita* é a Bélgica, com ativos financeiros que chegam aos 73.520EUR por habitante, um valor que desce para pouco mais de 20.000 quando se olha para Portugal.

O estudo mostra que a evolução do património dos suíços foi «muito positiva» no ano de 2012, já que os seus ativos financeiros brutos aumentaram 6,2%, quase um ponto percentual acima da média da Europa Ocidental, ao passo que em Portugal, em 2012, aumentaram apenas 1,1%.⁴⁷ Em 2011, a Suíça era o 4.º país mundial com maior rendimento *per capita* (81.161USD) equivalente a cerca de 75.000CHF.

⁴⁵<http://expresso.sapo.pt/suicos-referendam-limite-a-salarios-milionarios=f842363#ixzz2lbuyUDY>(acedido em 20140901)

⁴⁶<http://expresso.sapo.pt/suicos-recusam-limitar-salarios-milionarios=f842716#ixzz2mvVyrJZX>

⁴⁷http://sol.sapo.pt/inicio/Internacional/Interior.aspx?content_id=86253(acedido em 20140801)

CAPITULO II

Metodologia

2.1 Recolha dos Dados

Neste estudo, foram recolhidos dados das empresas registadas na Euronext Lisbon, ao todo 41 empresas, relativos aos exercícios económicos de 2007, 2009 e 2011. A razão da escolha deste período prendeu-se com o facto de se ter mostrado relevante analisar como reagiram as remunerações dos gestores portugueses em face das grandes dificuldades trazidas pela crise mundial de 2008. Assim, com referência ao ano de 2007, ano ainda de furor financeiro e económico, foi analisado o comportamento dos salários dos CEO nos anos de 2009 e 2011. Isto, porque, por um lado pretende-se não tornar o estudo muito exaustivo e por outro lado, está em alinhamento com as análises da CMVM, também realizadas com intervalos de 2 anos.

Para quantificar estes salários, foram tidos em conta todas as formas de retribuição declaradas nos relatórios das empresas, nomeadamente: remuneração fixa; remuneração variável em dinheiro ou opções de compra de ações; bónus extra e outros benefícios quantificáveis. A remuneração variável inclui as componentes de pagamento a dinheiro, pagamento em ações/opções, remuneração paga no próprio ano do exercício ou diferida de acordo com as recomendações da CMVM.

Os Conselhos de Administração, normalmente, incluem administradores executivos, que têm a responsabilidade ativa da gestão diária da empresa, e não executivos, que têm um papel de supervisão e controlo de forma a avaliar a gestão da sociedade. A estes as normas do corporate governance estipulam que sejam pagas apenas remunerações fixas e aos administradores executivos que sejam atribuídas compensações fixas e variáveis, estas últimas devem estar de acordo com o desempenho económico e financeiro alcançado⁴⁸.

Com o intuito de se fazer uma análise comparativa com a realidade suíça, foram recolhidos os dados das empresas que compõem os principais índices bolsistas dos dois países: o PSI20 em Portugal e o SMI20 na Suíça. Ambos

⁴⁸Segundo os princípios da Teoria da Agência, a componente variável, por estar diretamente relacionada com o desempenho da empresa, é uma forma de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (Jensen e Smith, (1985); Schleifer e Vishny, (1996)), conduzindo a um comportamento maximizador do valor da empresa e do acionista.

são representativos das empresas com maior capitalização bolsista, daí a pertinência deste estudo comparativo.

Os dados foram recolhidos diretamente dos relatórios publicados e tomou-se como medida padrão, para representar o montante das remunerações dos CEO, o valor dos salários mais baixos de cada país: em Portugal o valor do salário mínimo nacional arredondado para 500EUR e na Suíça o valor médio do salário mais baixo verificado nas estatísticas daquele país que em 2011 era sensivelmente de 4.000CHF. Desta forma os números apresentam, logo à partida, a relação entre os salários mais altos e os mais baixos de cada país.

Ponderaram-se, também, as remunerações pelos respetivos PIBpc (Produto Interno Bruto per capita) a fim de se obter uma relação entre as remunerações pagas e o nível de vida de cada país.

2.1.1 Portugal

Os dados de base para este estudo foram recolhidos diretamente dos relatórios e contas das empresas que, a partir de 2005 e respeitando o Regulamento n.º10/2005 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), passaram a incluir informação mais harmonizada com as normas internacionais, relativa ao governo da sociedade, como forma de promoção da igualdade e transparência da informação a nível internacional. Foram excluídas as SAD (sociedades anónimas desportivas) que pela sua especificidade, não teriam relevância neste estudo. A amostra, para a análise da evolução dos salários dos gestores de topo em Portugal ficou, assim, constituída por 41 empresas.

Escolheu-se o ano de 2007 para o início da recolha da informação pelo facto de ter sido o ano anterior à crise financeira mundialmente conhecida e que servirá, assim como referência à evolução dos salários durante o período em estudo. É notória uma melhoria qualitativa na informação fornecida pelos relatórios mais recentes.

Foram consideradas as remunerações mais altas pagas em cada empresa que normalmente dizem respeito ao administrador executivo, ainda que nalguns casos, esta figura esteja um pouco esbatida pelo presidente do conselho de administração, mais propriamente, quando este tem maioria qualificada no

capital social. No ano de 2007 as remunerações foram declaradas, quase na totalidade das empresas, de forma agregada, quer quanto à remuneração fixa, quer quanto à remuneração variável; em 2009, já algumas empresas começaram a desagregar a remuneração por administrador de forma individual e em 2011, em alinhamento com o regulamento 1/2010 da CMVM, as empresas, na quase totalidade, declararam aquelas remunerações de forma desagregada e individual.

Assim, de forma a dispor de dados individuais para os anos de 2007 e 2009, aplicou-se uma regra de proporção com referência aos dados declarados em 2011. Isto é, para os anos de 2007 e 2009, para apurar o salário mais alto dentro de cada empresa, aplicou-se a mesma percentagem da remuneração total agregada, verificada para o ano de 2011.

Pretende-se analisar a composição das remunerações dos executivos, nomeadamente no que concerne à componente fixa e à componente variável a fim de comparar com o estudo de Fernandes, (2005).

Pretende-se analisar a evolução do salário médio dos CEO, nos anos de 2007; 2009 e 2011, comparando-a com a evolução dos indicadores médios do desempenho e dimensão. Além disso, pretende-se analisar para o ano de 2011 quais as variáveis que mais influenciaram a remuneração total mais alta da empresa, a fim de ser feita uma comparação final com a mesma realidade suíça naquele ano.

Para analisar o nível das remunerações dos executivos em Portugal, tomou-se como amostra as 20 empresas que compunham o PSI20 da Euronext de Lisboa no ano de 2011. Estaremos, assim, em condições de, mais adiante, fazer uma análise comparativa com a situação homóloga da Suíça.

2.1.2 Suíça

Recolheram-se dados das 20 maiores empresas cotadas e que fazem parte do índice SMI, o mais representativo daquele país e que apresenta sempre as empresas com melhor desempenho bolsista e que se pode, de alguma forma, comparar com o PSI20.

A informação foi recolhida através dos relatórios das empresas publicados nos respetivos *websites*. Recolheram-se dados referentes ao ano de 2011 para se

obter uma melhor base de comparação com a análise efetuada para o caso português. Pretende-se, assim, saber quais as variáveis que mais explicam a variação das remunerações dos CEO naquele ano.

Foram utilizados os mesmos métodos e processos de recolha de dados descritos para o caso português, bem como as mesmas medidas padrão e mesmo tipo de análises.

2.2 Definição das variáveis

Definiram-se as variáveis a utilizar nos modelos estatísticos aplicados a este estudo, e que são as seguintes:

- **Remttceo** - remuneração total mais alta nas empresas deste estudo, sendo esta a variável dependente, isto é, a variável cuja variabilidade queremos ver explicada, usando como medida padrão o salário mais baixo médio de cada país;

- **Remvarceo** - remuneração variável que integra o salário mais alto da empresa, utilizando a mesma medida padrão e que inclui pagamentos em dinheiro; ações e opções com ou sem diferimento; Segundo Stammerjohan (2004), se as melhores decisões de gestão podem ser alcançadas mediante maiores remunerações, então as empresas que melhor remuneram os seus gestores devem apresentar melhor desempenho que as empresas que apresentam menores níveis de remuneração dos seus gestores;

- **Rci** - (Resultado líquido/Ativo total) – rentabilidade dos capitais totais investidos;

- **Capbolsa** - capitalização bolsista calculada pela cotação final vezes o número médio de ações em cada período⁴⁹;

- **Vn** - volume de negócios representado pelo valor das vendas mais prestação de serviços (ou outros rendimentos equivalentes) em milhões de euros;

- **Ativott** - ativo total líquido final do período em milhões de euros.

Estas variáveis foram escolhidas com o intuito de explicar a variabilidade das remunerações dos administradores executivos em função do desempenho e da dimensão das empresas.

⁴⁹Segundo Kaplan, (1994), uma medida capaz de avaliar o desempenho da empresa é o retorno da ação

Foram ainda recolhidos dados de outras variáveis que não mostraram correlação relevante com a variável dependente tais como: independência da comissão de remunerações; pagamento da remuneração variável em ações ou opções e existência de administradores não executivos independentes.

Foi utilizada a ferramenta estatística SPSS⁵⁰. Utilizando os procedimentos (*StepWise*, *Backward* e *Forward*), determinaram-se as variáveis mais representativas, das atrás referidas. Foi definido um nível significância (*sig.*) de 0,05 e adotado o teste “t” para determinar a relevância estatística de cada variável independente.

Por forma a calibrar o melhor modelo que pudesse explicar a variabilidade das remunerações em análise neste trabalho, testou-se uma regressão linear simples para cada variável e uma regressão linear múltipla recorrendo a vários processos de afinação das variáveis tais como: independência dos dados; dispersão normal e igualdade de variâncias.

Neste processo foi-se adicionando uma variável de cada vez ao modelo, de forma a verificar o aumento da relevância da regressão linear, com a entrada de cada uma delas, até chegarmos ao modelo com maior poder explicativo..

⁵⁰ *Satistical Package for the Social Sciences*. Nome atual: IBM SPSS

CAPITULO III

Análise dos dados

3.1 As remunerações dos gestores em Portugal

Em primeiro lugar, fez-se uma análise descritiva dos dados recolhidos, através dos valores médios e desvios padrão, com o objetivo de analisar a evolução das remunerações no período em estudo, comparando-a, ao mesmo tempo, com a evolução das variáveis do desempenho e crescimento.

De seguida, testaram-se alguns modelos empíricos na tentativa de encontrar as variáveis que melhor viessem explicar os níveis dos salários do CEO nas empresas deste estudo, no ano de 2011, sendo esta a variável dependente, isto é, a variável cuja variabilidade queremos ver explicada e que se representou por *remttceo*.

3.1.1 Análise da evolução dos salários mais altos das empresas cotadas

	Remttceo M€ Agregada	Remvarceo M€ Agregada	Remttceo média-m€	Remvarceo-média m€
2007	27,503	11,011	670,804	268,560
2009	26,901	9,744	656,121	237,658
2011	26,439	8,953	644,853	218,365
Var%	-0,0386867	-0,18690401	-0,0386864	-0,18690423

Tabela 1-Evolução das remunerações - Portugal

Na **Tabela 1**, podemos observar a evolução das remunerações mais altas (normalmente a do presidente executivo) nas empresas cotadas na Euronext Lisbon no período de 2007 a 2011. Observa-se que houve uma pequena diminuição na remuneração total de 3,86%, no entanto, a queda na remuneração variável foi muito mais significativa, atingindo 18,69%. Ora daqui se pode concluir que num período marcado pela austeridade imposta pela crise financeira mundial, as remunerações fixas aumentaram na ordem dos 15% (enquanto a remuneração total decresceu apenas 3,86%, a remuneração variável diminuiu 18,69%), a fim de manter o nível das remunerações totais dos gestores de topo. Esta observação está em alinhamento com o relatório da CMVM referente ao ano 2010.

Poder-se-á adiantar que os executivos de topo não estiveram dispostos a aceitar cortes nas suas remunerações, mesmo perante as dificuldades que as empresas têm vindo a enfrentar. Por outro lado, são conhecidas as medidas tomadas pelos governos e empresários no sentido de conter as despesas com

o pessoal, tais como cortes nos salários, diminuição de subsídios e ajudas de custo, entre outras.

	RCI médio	VN médio M€	Ativott médio M€	CapBolsa média M€
2007	3,22	1582	8337	2442,21
2009	2,39	1710	9691	1702,25
2011	1,57	1942	9801	1179,61
Var%	-0,5124224	0,227560051	0,17560273	-0,51699076

Tabela 2-Evolução do desempenho e crescimento - Portugal

Analisando a **Tabela 2** pode-se avaliar a evolução do desempenho das empresas deste estudo no período em questão. Determinou-se o desempenho contabilístico através do rácio da rentabilidade líquida dos capitais disponíveis de forma a analisar o desempenho total da empresa. Assim usou-se o resultado líquido para apurar a eficácia das políticas gerais de gestão de cada empresa. O *rci* médio caiu, naquele período, 51,24% e o mesmo aconteceu com a capitalização bolsista⁵¹. No entanto, verifica-se que as empresas em média cresceram 22,75% no volume de negócios e 17,56% no ativo total.

	Remttceo	RCI	VN	Ativott	CapBolsa
2007	100	100	100	100	100
2009	97,811148	74,22360248	108,091024	116,240854	69,70121
2011	96,131331	48,75776398	122,756005	117,5602735	48,30092

Tabela 3-Evolução das remunerações vs desempenho

A **Tabela 3** mostra a evolução das remunerações mais altas nas empresas comparada com a evolução do desempenho contabilístico e de mercado, com o crescimento medido pelo volume de negócios e pelo ativo total. Pode-se verificar que as remunerações médias totais em 2011 ainda significavam 96,13% do seu nível médio em 2007, enquanto o desempenho contabilístico ou bolsista caíram para cerca de 48% dos níveis do primeiro ano em estudo. Por outro lado, os índices de crescimento elevaram-se a 122,75% no volume de negócios e a 117,56% no ativo total, no mesmo ano. Poder-se-á depreender, em primeira instância, que o nível das remunerações nas empresas em estudo estará mais relacionado com os níveis de crescimento que com os níveis de desempenho. Se, por um lado, o *rci* caiu para menos de metade, constatando-

⁵¹Cotação final do período a multiplicar pelo número médio de ações.

se que as remunerações se mantiveram praticamente no mesmo nível, não acompanhando o insucesso do desempenho; por outro lado o crescimento das empresas foi bastante notório, quer medido pelo volume de negócios, quer medido pelo ativo total.

Poder-se-á depreender que as remunerações totais dos executivos não têm uma relação forte com o desempenho, uma vez que esta variável teve um forte comportamento negativo, enquanto a variação nas compensações dos gestores de topo se apresentou irrelevante.

Para efeitos de, mais adiante, se poderem fazer comparações com os níveis salariais suíços, ponderaram-se os salários totais pela remuneração mais baixa das empresas em Portugal e, para tal, tomou-se como referência o SMN, cujo valor se arredondou para 500EUR para mais comodidade nos cálculos. Fez-se o mesmo com o PIB *per capita* português que em 2011 apontava para 16.200EUR.

	Remttceo 2011	Remttceo 2009	Remttceo 2007	Remvarceo 2011	Remvarceo 2009	Remvarceo 2007
Média	92,12	93,73	95,83	31,20	33,95	38,37
Total €	26439000	26901000	27503000	8953000	9744000	11011000
Média €	644853,66	656121,95	670804,88	218365,85	237658,54	268560,98
				34%	36,2%	40%

Tabela 4-Dados estatísticos Portugal

Assim, a **Tabela 4** mostra-nos os salários totais médios medidos em salários mínimos nacionais nos anos de 2011; 2009 e 2007. Pode observar-se que o ordenando mais alto médio (média das médias anuais) em Portugal entre 2007 e 2011 foi de cerca de 94 vezes o salário mais baixo do país⁵². A remuneração variável média representava, em 2007, 40% da remuneração total média, tendo este rácio decrescido para 34% em 2011, o que parece evidenciar que as remunerações variáveis, ao não serem justificadas pelo desempenho, foram substituídas por remunerações fixas. Esta evidência já estava patente no relatório da CMVM relativo ao ano de 2010.

⁵²Partindo do pressuposto que em todas as empresas o salário mais baixo é igual ao salário mínimo nacional.

PIB pc € em 2011	16200
Salário CEO médio/PIB pc	39,81
Rem Var méd/Rem total	0,34
Rem Var média/PIB pc	13,48

Tabela 5-Rácios (PIBpc) de Portugal

Na **Tabela 5** vemos que a remuneração mais alta nas empresas do nosso estudo, no ano de 2011, é cerca de 40 vezes o PIBpc representando a remuneração variável naquele ano 13,48 vezes o PIBpc. Isto é, em média os CEO ganharam 40 vezes mais o rendimento anual *per capita* em Portugal.

3.2 Os níveis de remuneração em Portugal

Testaram-se alguns modelos empíricos na tentativa de encontrar as variáveis que melhor viessem explicar a manutenção dos níveis dos salários mais altos nas empresas que compunham o PSI20 no ano de 2011, sendo esta a variável dependente, isto é, a variável cuja variabilidade queremos ver explicada e que se representou por *remttceo*. A variável *capbolsa* não está presente no modelo, devido à sua fraca relevância no mesmo, o que se poderá justificar pela instabilidade e turbulência dos mercados verificada no período em causa

Indicadores estatísticos em Portugal em 2011 (Empresas do PSI20)			
Variáveis	Média	Desvio Padrão	Sig.
remttceo	122	66,398	----
rci	2,2098	2,31766	0,008
vn	3533,98	4902,334	0,077
ativott	17139,49	27058,587	0,209
população	20		

Quadro 1 - Indicadores descritivos - remunerações Portugal

O **Quadro 1** apresenta as médias, o desvio padrão e a significância de cada variável. Verifica-se que os desvios padrão são altos o que representa uma grande dispersão dos dados recolhidos para todas as variáveis. Isto quererá

dizer que em Portugal as empresas são bastante díspares em todos os indicadores apontados.

De notar que a média das remunerações é mais alta para as empresas do PSI20 do que para o universo das empresas cotadas na Euronext de Lisbon; a rentabilidade média, também, é mais alta, assim como as médias do volume de negócios e do ativo total. Será de aceitar que se mantém o mesmo nível de relacionamento entre as variáveis, isto é, as remunerações aumentaram em alinhamento com a variação positiva daquelas. Deste modo, poder-se-á concluir-se não haver um comportamento diferente nestas empresas. Isto é, as remunerações são mais altas, na correspondência da maior dimensão das empresas. Já Fernandes, (2005) concluíra haver evidências do nível das remunerações dos CEO estarem mais alinhadas com a dimensão do que com o desempenho das empresas.

Modelo de regressão linear - remunerações CEO Portugal			
Variáveis	Coeficientes	Coef. Beta	Sig.
<i>rci</i>	16,870	0,589	0,008
<i>vn</i>	0,005	0,344	0,077
<i>ativott</i>	0,001	0,236	0,209
R Square	0,598		

Quadro 2 - Regressão linear - remunerações Portugal

O **Quadro 2** apresenta o modelo de regressão estimado explicando 59,8% da variação das remunerações dos administradores executivos em Portugal. A variável *ativott* apresenta-se pouco significativa, com coeficiente *beta* 0,236 e *sig.* 0,209, enquanto a variável *rci* tem o maior coeficiente de significância no modelo. A variável *vn* apresenta uma significância marginal no modelo apresentado ($sig > 0,05$).

Sendo este o melhor modelo conseguido, não deixa de ser, no entanto, pouco conclusivo. Isto poderá dever-se ao comportamento atípico das remunerações neste período de grave crise financeira e económica que se instalou a nível global. Conforme o relatório da CMVM referente ao ano de 2010, as remunerações fixas cresceram em todos os tipos de empresas,

independentemente de consideradas por setores, dimensão ou modelo societário.

Deste modo, poderá referir-se não haver uma forte relação da variável dependente (*remttceo*) com as variáveis independentes em análise. A remuneração dos CEO estará mais relacionada com outros fatores que caem fora do âmbito deste estudo.

3.3 Análise dos salários dos gestores na Suíça

Para se elaborar uma análise empírica sobre o nível dos salários dos gestores de topo na Suíça, recolheram-se dados das 20 maiores empresas cotadas e que fazem parte do índice SMI, o mais representativo daquele país e que apresenta as empresas com melhor desempenho bolsista e que se pode, de alguma forma, comparar com o PSI20 português. A informação foi recolhida através dos relatórios das empresas publicados nos respetivos *websites*. Recolheram-se dados referentes ao ano de 2011 para se obter uma melhor base de comparação com a análise anteriormente feita para o caso português. As variáveis escolhidas são as mesmas, sendo também, a variável independente **remttceo** - remuneração total mais alta paga pela empresa, (normalmente a do chefe do órgão executivo). Os valores recolhidos estão representados em salários mais baixos da Suíça⁵³. Para a remuneração total consideraram-se todas as verbas recebidas no próprio ano: remuneração fixa, variável, bónus e outros benefícios quantificáveis tais como ações ou opções de compra de ações.

Quanto ao indicador representado pela capitalização bolsista, tal como no caso português, achou-se não ser um indicador fiável na explicação dos níveis salariais, uma vez que no período em causa, tanto no caso português como no caso suíço as cotações das ações estavam muito influenciadas pela crise financeira mundial e pela desconfiança e falta de credibilidade nos sistemas financeiros. Daí ter-se testado um modelo empírico apenas com as variáveis atrás descritas.

⁵³Segundo *L'enquête suisse sur la structure des salaires* (2010) - Département Fédéral de L'interieur-Office fédéral de la Statistique (2012), o valor médio dos salários mais baixos na Suíça ronda os 4.000CHF.

Analisaram-se os pressupostos das variáveis em análise tais como: independência dos dados recolhidos, a sua normalidade na sua dispersão e a variância constante dos resíduos estandardizados. Isto com a finalidade de escolher um modelo de regressão linear que pudesse explicar a variabilidade dos salários de topo nas empresas suíças, isto é, saber quais as variáveis independentes mais correlacionadas com a nossa variável dependente – a remuneração total dos *CEO* (*remttceo*).

Dos dados recolhidos apresentam-se alguns indicadores descritivos da amostra em estudo:

	remttceo	remvarceo	rci	vn	ativott
Média	132,3	93,6	6,6275	23002,94	160096,72
Total Chf	127008000	89856000		460058,8	3201934,4
Média Chf	6350400	4492800			
Total €	101606400	71884800		368047,04	2561547,52
Média €	5080320	3594240		18402,352	128077,376

Tabela 6-Indicadores médios - remunerações Suíça

Os valores apresentados na **Tabela 6** mostram que no ano de 2011 a remuneração total média dos gestores de topo das 20 maiores empresas suíças é de 132,3 salários mais baixos daquele país;⁵⁴ a remuneração variável média é de 93,6 salários mais baixos; a rentabilidade líquida média dos capitais investidos é de 6,6275%; o volume de negócios médio é de 23 milhões de CHF e o ativo total médio é de 160 milhões de CHF.

Podemos também consultar o total agregado das remunerações totais e das remunerações variáveis em francos suíços e em euros, bem como as respetivas médias. A taxa de câmbio utilizada foi de 1,5747, taxa média oficial daquele ano.

⁵⁴Conforme informação recolhida no *website* do departamento de estatística da Suíça, anda à volta dos 4.000CHF.

PIB pc CHF (2011) ⁵⁵	73900
PIB pc EUR	59120
Salário médio/ PIB pc	85,93234
Rem Var méd/Rem total	0,707483
Rem var méd/PIB pc	60,79567

Tabela 7-Rácios (PIBpc) Suíça

Os valores indicados, na **Tabela 7**, mostram-nos a relação da remuneração total média e da remuneração variável média dos CEO com o PIBpc e a relação entre a remuneração variável média com a remuneração total média. Assim, podemos dizer que o salário médio total do gestor mais bem pago numa empresa suíça é de cerca de 86 vezes o PIBpc daquele país, que a remuneração variável associada representa 70% da remuneração total e, em média, esta representa cerca de 61 vezes o PIBpc.

3.4 Os níveis de remuneração na Suíça

Indicadores estatísticos na Suíça em 2011			
Variáveis	Média	Desvio Padrão	Sig.
remttceo	132,3	59,72578	----
rci	6,629	5,74007	0,664
vn	23002,94	23201,79924	0,072
ativott	160096,72	332971,19857	0,232
população	20		

Quadro 3 - Indicadores descritivos - remunerações Suíça

O **Quadro 3** apresenta as médias, o desvio padrão e a significância de cada variável. Verifica-se, aqui também, que os desvios padrão são bastante altos o que revela uma grande dispersão dos dados recolhidos para todas as variáveis. Isto quer dizer que na Suíça as empresas são pouco homogêneas nos indicadores apontados.

⁵⁵http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/04/02/01/key/bip_einw.html

Modelo de regressão linear - remunerações CEO Suíça			
Variáveis	Coeficientes	Coef. Beta	Sig
<i>rci</i>	-1,067	-0,103	0,664
<i>vn</i>	0,001	0,403	0,072
<i>ativott</i>	0,00005240	0,292	0,232
R Square	0,326		

Quadro 4 - Modelo estatístico – remunerações Suíça

O **Quadro 4** mostra-nos os valores dos coeficientes e de significância do modelo estimado para explicar a variabilidade das remunerações totais dos executivos das empresas suíças. Pelos valores de *sig* verifica-se que as variáveis em estudo não têm grande significância no modelo, o qual explica apenas 32,6%, todas as variáveis com $sig.>0,05$, o nível de significância escolhido para este estudo. À semelhança do caso português, o modelo conseguido não se mostra conclusivo. A variável com mais significância é, ainda assim, o *vn*. Isto, nos leva a evidências de que não há uma relação linear forte entre as variáveis independentes desta análise, com a variável explicada - a *remtotceo*.

Também, aqui, haverá outros fatores, que não caem no âmbito deste estudo, a influenciar a variação das remunerações dos administradores executivos das empresas.

3.5 Comparação das duas realidades: Portuguesa e Suíça

Para se fazer uma comparação fiável, estandardizaram-se os dados recolhidos de duas formas:

I – As remunerações foram medidas em salários mais baixos praticados em cada país. Estes valores referem-se ao ano 2011.

II – As remunerações em análise foram ponderadas pelo PIBpc de cada país referente ao ano de 2011 (em Portugal era de 16.200EUR e na Suíça era de 73.900CHF equivalente a 59.120EUR).

Para efeito de uma análise comparativa, ponderaram-se as remunerações em função dos indicadores médios da rentabilidade e da dimensão das empresas.

Comparação das remunerações 2011 entre Suíça e Portugal			
Variáveis	Suíça		Portugal
	Valor médio real		Salário teórico
remttceo	132,3	122	xxx
rci	6,6275	2,2098	44,11
vn	18402,35	3533,98	25,41
ativott	128077,37	17139,49	17,70

Quadro 5 - Comparação das remunerações em salários mínimos- Suíça vs Portugal

No **Quadro 5** fazem-se as comparações do nível das remunerações totais medidas em salários mínimos e ponderadas pelos indicadores do desempenho e dimensão, no ano de 2011. As amostras em análise são representadas pelas empresas do PSI20 e do SMI20.

Ainda que, em valor absoluto, sejam mais baixas, poderemos concluir que o nível relativo das remunerações dos gestores de topo, em Portugal, quando ponderadas, quer pela rentabilidade dos capitais investidos (*rci*), quer pelo volume de negócios (*vn*), quer pelo ativo total (*ativott*), é substancialmente mais elevado que o dos seus homólogos suíços. Desta forma comparando os desempenhos contabilísticos das empresas, a remuneração teórica mais alta em Portugal deveria ser de 44,11 vezes o salário mínimo nacional quando na realidade este valor é de 122. Fazendo a mesma análise para os outros indicadores podemos verificar que a diferença mais significativa está na comparação pelos ativos totais; neste caso o salário mais alto teoricamente deveria ser de 17,7 vezes o SMN.

Trata-se de uma simples comparação proporcional de médias aritméticas, no entanto leva-nos a crer que os salários dos CEO, em Portugal, estão num nível superior ao dos CEO das empresas suíças.

Comparação das remunerações 2011 entre Suíça e Portugal			
Variáveis	Suíça		Portugal
	Valor médio real		Salário teórico
remttceo	85,93	52,71	xxx
rci	6,6275	2,2098	28,65
vn	18402,35	3533,98	16,50
ativott	128077,37	17139,49	11,50

Quadro 6 - Comparação das remunerações em PIBpc – Suíça vs Portugal

Tendo, agora, por base de comparação as remunerações medidas em PIB pc, verifica-se, pelos valores do **Quadro 6**, que se mantêm as evidências de que o nível dos salários dos gestores em Portugal é relativamente, mais elevado quando comparado com o dos gestores da Suíça. Constata-se, no entanto, que esta diferença é menos acentuada que a da comparação das remunerações medidas em salário mínimos. Isto reflete a diferença do nível de vida entre os dois países e ao mesmo tempo o fosso entre os salários mais pequenos e os mais altos que, em ambos os casos, penaliza notoriamente o nosso país.

Continua a verificar-se que a diferença relativa dos salários é mais acentuada quando ponderados pelo indicador de dimensão das empresas, neste caso, o ativo total das mesmas. Constata-se, assim que as empresas suíças analisadas são bastante maiores em termos de capitais aplicados que as empresas portuguesas.

CAPITULO IV

Discussão e Conclusão dos resultados

Com este estudo pretende-se contribuir, de alguma forma para a questão de saber qual a melhor estratégia para atenuar os efeitos negativos gerados pelos conflitos de interesses entre os gestores e os detentores do capital das empresas, tendo estas o objetivo da criação de valor para todos os seus *stakeholders*, isto é, para todos os que de algum modo têm interesses na atividade económica desenvolvida. Mais especificamente focou-se a problemática da remuneração dos gestores de topo, enquanto meio de minimizar esses conflitos e fazer convergir os interesses globais de todos os intervenientes na atividade da empresa. Abordaram-se as teorias e estudos já realizados e observou-se que, sobre o tema das compensações aos gestores, todos levam à conceção da ideia de que não há regime legal limitativo que não seja de alguma forma, contornável e por vezes até com mais vantagem para os administradores⁵⁶. Estes estudos põem em causa praticamente todas as medidas tomadas, até à data, pelos reguladores, com vista à limitação pela via legal, das compensações dos executivos.

Os estudos realizados sobre dados de gestores da China (Fang, Hu, et al., 2012) e da Coreia (Garner e Kim, 2010) demonstram que as limitações impostas por via legal levaram a resultados indesejáveis tais como, compensação de maus desempenhos, processos tendentes a obter ganhos camuflados, perda de valor da empresa, aumento dos custos de agência, entre outros. Só nas empresas com capital mais disperso é que a limitação surtiu algum efeito. Estes resultados estão em consonância com outras pesquisas (Ingolf Dittmann et. al., 2011) que preconizavam que a melhor estratégia é a de criar condições para que haja um corporate governance que funcione com transparência e eficácia e para que os mercados funcionem com informação para todos os interessados para que estes estabeleçam o real valor de cada empresa.

Da análise feita às remunerações mais altas das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon, recolhendo os dados disponibilizados nos relatórios de contas das mesmas, apurou-se que, em média, o gestor de topo ganha 92,12 vezes o SMN. A variação das remunerações médias mais altas das empresas, geralmente as do administrador executivo, mostrou-se praticamente inalterável ao longo do período em estudo (2007/2011),

⁵⁶Bebchuk e Fried, (2004); Frydman e Sacks, (2007); Core e Guay,(2010)

coincidindo este, com a grave crise financeira e económica que se iniciou, a nível mundial, em 2008.

Verificou-se que as remunerações variáveis que deveriam estar indexadas ao bom desempenho das empresas foram sendo gradualmente substituídas pelas remunerações fixas de forma a manter o nível compensatório dos gestores. Em 2007 as remunerações variáveis representavam 38,37% das remunerações totais, já em 2011, este valor desceu para 31,2%. Esta situação já tinha sido verificada no relatório da CMVM referente ao ano de 2010.

Em consonância com Fernandes, (2005), há evidências de que as remunerações dos executivos estarão mais relacionadas com a dimensão das empresas do que, propriamente com os seus desempenhos.

Por outro lado, foi feita uma análise das remunerações dos CEO das empresas do PSI20 para o ano de 2011, a fim de se fazer uma comparação com as empresas do SMI20 e avaliar o nível das compensações dos executivos em Portugal e Suíça.

Nas empresas do PSI20, a média das remunerações mais altas era de 122 vezes o SMN e 52,71 vezes o PIBpc. Apesar da média, destes salários, ser mais alta, ela segue uma regra proporcional à dimensão das empresas que, neste caso, é bastante maior que a média, quando consideradas as empresas todas da Euronext Lisbon. Mais uma vez, fica a evidência de que as remunerações estarão mais alinhadas com a dimensão do que com as outras variáveis em estudo.

Para os dados da Suíça, verificou-se que a média da compensação total dos CEO correspondia a 132 salários mínimos e a 86 PIBpc daquele país. Constatou-se que a remuneração variável representava 70% da remuneração total, precisamente o inverso do que se passou em Portugal. A rentabilidade média dos capitais totais investidos foi de 6,63% em 2011, enquanto no nosso país este valor se quedou nos 2,2%; as empresas suíças mostram-se três vezes mais rentáveis que as portuguesas.

Da comparação dos níveis das remunerações dos gestores portugueses com os seus homólogos suíços, admite-se, que, ainda que em termos absolutos, o

nível dos salários seja inferior, o mesmo não acontece quando ponderados pelos indicadores de rentabilidade e dimensão.

Na tentativa de explicar os níveis dos salários dos executivos nos dois países, calibrou-se um modelo estatístico para cada caso, não tendo sido, os mesmos, conclusivos. Isto é, não é fiável dizer qual das variáveis independentes (variáveis da rentabilidade e da dimensão das empresas) tem mais relevância naquela explicação. Esta situação dever-se-á ao comportamento atípico das empresas, através dos seus gestores, no período de crise económica e financeira em que este estudo se insere. Admite-se que as variações das remunerações estarão mais relacionadas com outras variáveis que estão fora do âmbito deste estudo.

Poder-se-á concluir que em Portugal há razões mais fortes para tomar medidas contra os salários abusivos do que as que havia na Suíça aquando da aprovação em referendo popular de um projeto de lei que visa impor regras às empresas na determinação dos salários dos seus gestores. Poder-se-á pôr a questão: será bom, em Portugal, tomar medidas mais concretas na limitação legal da compensação dos executivos?

Todos os estudos anteriormente referidos mostram que devem ser ponderadas todas as medidas tendentes a limitar o salário dos gestores de topo das empresas, uma vez que estas podem ter consequências inesperadas e levar a resultados não desejados. Todos os trabalhos que foram analisados e nos quais este estudo se baseou, mostram que medidas fortemente coativas levaram a que as empresas adotassem esquemas não benéficos, nem para a sua sustentabilidade nem para o crescimento das economias em que estavam inseridas, tais como o aumento das remunerações mais baixas, remuneração de fracos desempenhos e desmotivação dos gestores que procuraram outros países que não limitassem o seu salário. Além disso, as empresas viram o seu valor decrescer em resultado da sua falta de competitividade e consequentemente, a economia dos seus países também definhou.

Em Portugal, dado que a propriedade do capital se confunde com a gestão das empresas, devido à estrutura de capitais maioritariamente mais concentrada, não parece, à luz das conclusões já enumeradas, que eventuais normas limitativas dos salários dos administradores possam vir a ter sucesso. Uma vez

que, na maior parte das empresas, é o próprio acionista maioritário que toma todas as decisões de gestão, será fácil o contorno de normas que visem limitar as suas remunerações. Core et al., (1997) concluem que a estrutura da propriedade é responsável por grande parte da explicação nos níveis da compensação dos CEO e que as empresas com grandes acionistas maioritários tendem a ter fracos níveis de corporate governance e consequentemente fracos resultados contabilísticos.

Finalmente, todos os estudos realizados anteriormente concluem que a melhor forma de podermos vir a encontrar um esquema remuneratório que cumpra os objetivos de incentivo e compensação pela entrega e dedicação dos gestores e pelos bons desempenhos apresentados, é criar condições legais que estimulem a supervisão e favoreçam os mecanismos de controlo interno e externo, tanto a nível das empresas com a nível nacional e em harmonia com as novas regras internacionais.

Notas Finais

Este trabalho, despretensiosamente, teve como missão, contribuir, de alguma forma, para fazer luz sobre a temática da limitação das remunerações dos gestores que, mais em épocas de crise, são vistas com desdém e tidas como escandalosas pelo cidadão em geral.

Foram encontradas algumas dificuldades na recolha dos dados necessários ao estudo empírico, já que nos anos de 2007 e 2009 as remunerações quase nunca eram apresentadas de maneira desagregada. Já em 2011 este problema não se pôs, o que mostra que as empresas portuguesas estão a evoluir no cumprimento das recomendações no que diz respeito à divulgação e elaboração do relatório do seu governo societário.

Para estudos futuros sobre este tema, será pertinente acompanhar a evolução das remunerações na Suíça e avaliar, dentro de alguns anos, o sucesso das medidas que estão a ser tomadas hoje.

Referências

- Alonso, Pablo de Andrés, (1998), *La tragedia del Rey Lear y el gobierno de la empresa*, Boletín AECA n.º 46, pp. 24 a 27, Marzo – Junio.
- Bebchuk, Lucian Arye, Grinstein, Y., (2005), *The growth of executive Pay*, Oxford review of economic policy vol. 21 nº 2.
- Bebchuk, Lucian Arye; Fried, Jesse M., (2004), *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay*.
- Bender, Ruth, (2006), *onwards and upwards: why companies change their executive remuneration schemes, and why this leads to increases in pay*, School of Management, Cranfield University, Cranfield, Bedford MK43 0AL, United Kingdom.
- Bootsma, A.A., (2009), *Pay-for-performance?*, Master thesis Accounting & Finance Supervisor: Dr. J. Noeverman, ID: 87306ab.
- Cadbury, A., (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Relatório escrito pelo British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.
- Câmara, Paulo, (2008), *O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra 2008.
- Câmara, Paulo et. al., (2012), *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Editora Almedina pag.182/183.
- Choi, J. Park; W. Yoo, S., (2007), *The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 42-4, 941 – 962.
- Core, John E.; Holthausen, Robert W.; Larcker, David F., (1997), *Corporate Governance, CEO Compensation, and Firm Performance*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=10376>
- Core, John E.; Guay, Wayne R., (2010), *Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry?*
- Cunha, Paulo Olavo, (2010), *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina.
- D`Hainaut, L., (1990), *Conceitos e Métodos da Estatística*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.
- Dicks, David L., (2009), *Executive compensation, incentives, and the role for corporate governance regulation*, working paper.
- Donaldson, William, (2003), *Testimony Concerning Implementation of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*.
- Duffhues, Pieter; Kabir, Rezaul, (2008), *Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from Netherlands*, in Journal of Multinational Financial Management, vol. 18-1, pag. 45 ss.
- Evan, W. F.; Freeman R.E., (1993), *A stakeholders theory of the modern corporation: kantian capitalism*, in T. Beauchamp and N. Bowie (eds).

Fang, Hu; Reza, Monem, (2012), *Unintended Consequences of Capping CEO Compensation: Evidence from China's State-owned Enterprises*, Griffith University.

Fernandes, Nuno, (2005), *Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members*.

Ferri, Fabrizio; Maber, David, (2009), *Say on pay vote and CEO compensation: Evidence from the UK*, working paper.

Frydman C., Sacks R., (2007) *Historical Trends in Executive Compensation 1936-2002*, Havard University mimeo.

Garner, Jacqueline L.; Kim, Won Yong, (2010), *Does a Salary Cap Really Work?* , Department of Finance, Drexel University.

Garner, Jacqueline L.; Kim, Won Yong, (2010), *Are foreign investors really beneficial? Evidence from South Korea*, working paper.

Graef, S. Crystal, (1991), *In search of excess: The Overcompensation of American Executives*.

Hindery Jr., Leo, (2008), *why we need to limit executive compensation*, Business week, http://www.businessweek.com/managing/content/nov2008/ca2008114_493532.htm.

Holly Gregory, Weil; Gotshal & Manges, (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes*, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm

Hubard, G, (2005), *Pay without Performance: a Market equilibrium critique*, Journal of corporation Law forthcoming.

Ingolf, Dittmann; Ernst, Maug ; Dan, Zhang , (2011), *Restricting CEO Pay*.

Jensen, Michael C. e Smith Clifford W., (1985), *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Social Science Electronic Publishing (SSEP), Inc.; Harvard Business School; National Bureau of Economic Research (NBER); European Corporate Governance Institute (ECGI)

Jensen, Michael C.; Kevin J., Murphy, (1990), *Performance pay and top-management incentives*, Journal of Political Economy 98-2, 225 – 264.

John E. Core; Wayne R. Guay; Randall S. Thomas, (2005), *Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance?*

John E. Core; Wayne R., Guay, (2010), *Is there a case for regulating executive pay in the financial services industry?*

Kaplan, Steven N., (1994), *Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States*, Journal of Political Economy 102-3, 510 – 546.

Kim, Won Yong, (2010), *Market Reaction on Limiting the Executive Compensation: Evidence from TARP Firms*, working paper.

Lemon, Michael L.; Karl V., Lins, (2003), *Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis*, Journal of Finance 58-4, 1445 – 1468.

Macey, Jonathan, (2009), *Washington's plans may result in even higher executive pay*, The Wall Street Journal, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703573604574491352851002752.html>.

Murphy, Kevin J., (2002), *Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review. Summer, 69, pp. 847– 69.

Martin J., Conyon, (2009), *Compensation Consultants and Executive Pay*.

Masilamani, R. J.; Shiva, Kumar, (2009), *The best approach to executive compensation*, CRISIL Young Thought Leader Competition 2009.

Michael C., Jensen; William H., Meckling, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Poças, Carlos Eduardo Castro, (2012), *Corporate Governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*.

Pinto, José Costa et. al.,(2014), *A emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, IPCG.

Rüdiger, Fahlenbrach, (2009), *Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation*.

Seguradora Allianz, (2012), *Global Wealth Report*.

Shleifer, A.; Vishny, R. W., (1996), *A Survey of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.

Silva, Artur Santos, et. al, (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Lisboa, IPCG.

Smith, Adam, (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*.

Stammerjohan, William, (2004), *CEO Compensation and Subsequent Firm Performance: An Empirical Investigation*, Corporate Ownership & Control, vol. 2, issue 1.

The G-20 Toronto Summit Declaration, (June 26 - 27, 2010), <http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communicue.html>.

Verret, J. W., (2009), *Unintended consequences of executive compensation regulation threatens to worsen the financial crisis*, George Mason University Law and Economics Research Paper Series 09 - 34.

Sites de Internet

<http://www.oecd.org/about/>

<http://www.ejpd.admin.ch/content/ejpd/fr/home/dokumentation/red/2013/2013-03-03.html>Acceptation de l'initiative populaire "contre les rémunérations abusives": déclaration de la conseillère fédérale Simonetta Sommaruga.(acedido em 20140809)

<http://www.zonebourse.com/SWITZERLAND-SMI-7508/composition/>Índice das 20 maiores empresas cotadas na bolsa suíça.(acedido em 20140820)

<http://www.finma.ch/f/beaufsichtigte/Pages/aufsicht-ueber-die-boersen-und-maerkte.aspx>Bourses et marchés- Le système suisse de surveillance des bourses et des marchés repose sur le principe de l'autorégulation. La FINMA se voit confier la haute surveillance en la matière.

<http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=606>Dutch corporate governance code

<http://business.lesechos.fr/directions-generales/gouvernance/0202285454429-en-suisse-aussi-on-veut-limiter-les-salaires-des-grands-patrons-406.php>

http://lentreprise.lexpress.fr/gestion-entreprise/les-francais-majoritairement-pour-une-loi-sur-les-salaires-maximum-des-patrons-sondage_39055.html

<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/03/22/publ.html?publicationID=4803>

<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/03/22/publ.html#resultstart>

<http://www.lesfinances.ch/2012/2830/les-plus-hauts-salaires-des-patrons-des-societes-suisse/>

<http://www.20min.ch/ro/news/monde/story/Le-National-contre-la-limitation-des-salaires-16956836>

<http://www.rts.ch/info/suisse/4376287-salaires-abusifs-et-amenagement-du-territoire-au-menu-des-votations-du-3-mars.html>

http://www.romandie.com/news/archives/CHSalaires_abusifs_unanimite_pour_une_application_rapide_et_fidele_au_texte33040320130625.asp

<http://expresso.sapo.pt/suicos-referendam-limite-a-salarios-milionarios=f842363#ixzz2lbV5he7d>

<http://expresso.sapo.pt/suicos-recusam-limitar-salarios-milionarios=f842716#ixzz2mvW4ltdE>

http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012.pdf

<http://www.bolsadelisboa.com.pt/>

<http://www.cgov.pt/>

www.cmvm.pt/

www.cgov.pt/

www.ine.pt/

https://www.allianz.com/v_1380187782000/media/economic_research/publications/specials/en/AGWR2013e.pdf

Visitar também os *websites* das empresas envolvidas neste estudo.

Anexos

