

Universidade Católica – Escola de Lisboa
Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais
Faculdade de Direito



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**A Remuneração dos Administradores à luz da Teoria da
Agência - As Práticas Adotadas em Portugal**

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Gonçalo Martinho

agosto de 2022

Sob a orientação do Dr. Paulo Câmara

Resumo

A presente dissertação centra-se à volta da Teoria da Agência enquanto racional económico explicativo do surgimento de conflitos de interesses na relação entre acionistas e administradores. Tentamos demonstrar a importância da remuneração dos últimos, como mecanismo apto para mitigar os problemas de agência, dando especial ênfase à componente variável da remuneração enquanto mecanismo de alinhamento de interesses e, bem assim, de melhoria de *performance* da sociedade, a curto, médio e longo prazo.

Adicionalmente, iremos indagar sobre os órgãos competentes para fixar a política remuneratória dos administradores, enfatizando a Comissão de Remunerações como órgão bem munido para desempenhar estas funções face a outras alternativas, analisando as práticas de 5 sociedades portuguesas nesta sede.

Refletiremos sobre a estrutura remuneratória em si, na qual iremos abordar os critérios utilizados para determinar a componente variável da remuneração face aos riscos que apresenta, destacando a importância de critérios objetivos e pré-definidos que orientem a atuação do administrador. Por fim, sublinharemos os limites legais e recomendatórios à autonomia privada a nível da estrutura remuneratória, comentando-os, culminando numa análise das estruturas remuneratórias adotadas na prática societária portuguesa, procurando aferir se estas adotam boas práticas de governo.

Palavras Chave: Remuneração de Administradores; Acionistas; Conflitos de Interesses; Teoria da Agência; Remuneração Variável; Comissão de Remunerações; *Say on Pay*; *Pay for Performance*; Estrutura Remuneratória; Critérios de desempenho; Práticas remuneratórias.

Abstract

This dissertation is centered around the Agency Theory as an economic rationale explaining the emergence of conflicts of interest in the relation between shareholders and executive board members. We try to demonstrate the importance of the remuneration of the latter, as a mechanism able to mitigate agency problems, giving special emphasis to the variable component of the remuneration as a mechanism of alignment of interests and, as well as, of improvement of the performance of the company, in the short and long term.

In addition, we will study the competent bodies to set the remuneration policy for executives, emphasizing the Remuneration Committee as the body best equipped to perform these functions in comparison to other alternatives, analysing the practices of 5 Portuguese companies in this area.

We will also reflect on the remuneration structure itself, in which we will address the criteria used to determine the variable component of the remuneration in view of the risks it presents, highlighting the importance of objective and pre-defined criteria that guide the executives' actions. Finally, we will underline the legal and recommendatory limits to private autonomy in terms of remuneration structure, commenting on them, culminating in an analysis of the remuneration structures adopted in Portuguese corporate practice, seeking to assess whether they adopt good governance practices.

Key Words: *Executive Compensation; Shareholders; Conflict of Interests; agency Theory; Variable Compensation; Remunerations Committee; Say on Pay; Pay for Performance; Compensation Structure; KPI; Practices.*

Índice

Lista de Siglas e Abreviaturas	5
Introdução	6
Capítulo I - A Teoria da Agência e a sua conexão com os temas remuneratórios	8
1.1. O Conflito de Agência em causa – a relevância da Teoria da Agência para o tema em análise	8
1.2 A Remuneração como método de alinhamento de interesses.....	12
1.2.1 Remuneração Variável.....	14
Capítulo II - A Competência para fixar a política Remuneratória	19
2.1. A competência primária da Assembleia Geral	19
2.2. A competência delegada da Comissão de Remunerações	21
2.3. O <i>Say on Pay</i>	27
2.4. Práticas remuneratórias em Portugal	31
Capítulo III – Estrutura Remuneratória	34
3.1. Critérios utilizados para a determinação da componente variável	34
3.2. Limites legais e recomendatórios à autonomia privada.....	37
3.3. Práticas remuneratórias em Portugal	42
Conclusões.....	46
Bibliografia.....	49

Lista de Siglas e Abreviaturas

AG – Assembleia Geral

Al. – Alínea

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

CGS – Código de Governo das Sociedades

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Imobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

Cf. – Conforme

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

N.º – Número

Ob. Cit. – Obra citada

P. – Página

Pp. – Páginas

SA – Sociedade(s) Anónima(s)

Ss. – Seguintes

Introdução

A temática da remuneração dos administradores das sociedades assume um papel de extrema relevância. Ao tomar decisões neste campo, é crucial para o sucesso das sociedades que estas consigam encontrar um equilíbrio entre atração e compensação de administradores que possa assumir-se como uma mais-valia para a sociedade e, bem assim, para a sua saúde financeira.

Neste contexto, a remuneração apresenta-se como um instrumento crucial para assegurar a motivação ideal para que o corpo da administração possa agir de forma diligente, de modo a promover uma gestão sustentável que traga êxito à sociedade.

Escusado será referir que os administradores desempenham um papel fundamental no funcionamento de qualquer sociedade, sobretudo devido aos vastos conhecimentos de índole técnica necessários para o desempenho das suas funções e, como tal, a política remuneratória deve ser congruente com as suas competências.

Neste sentido, cumpre encontrar uma constante entre os interesses da sociedade e os do próprio administrador, por forma a incentivar o mesmo a prosseguir uma gestão diligente e que salvguarde os interesses futuros da sociedade.

No fundo, encontramos-nos perante uma questão de alinhamento de interesses, entre os administradores e os acionistas, problemática que assombra o mundo corporativo perfaz algum tempo.

Ora, a referida problemática foi exacerbada pela crise que ocorreu entre os anos de 2007 e 2010 e, bem assim, por diversos escândalos financeiros que tiveram lugar em diversas empresas. Ao serem trazidos para a “praça pública”, foi possível aferir que um amplo conjunto das sociedades envolvidas nos referidos escândalos tinha estruturas de remuneração de administradores imperfeitas, as quais, frequentemente, se baseavam em objetivos de desempenho de curto prazo, acabando por estimular políticas de risco agressivas. Esta constatação serviu de alerta para a imprescindibilidade de regulação desta matéria, demonstrando a relevância da mesma para o *corporate governance*.

Pese embora o passado nos possa transmitir valiosas aprendizagens, apenas conseguimos exercer influência no presente e no futuro. Assim, nos tempos que correm, torna-se imprescindível a adoção de mecanismos de índole remuneratória, que mitiguem a prossecução de interesses próprios por parte dos administradores, que têm por base um

conflito de interesses entre estes e os acionistas. Este ponto, aliado à questão social, visto verificar-se atualmente uma maior transparência nesta temática, na qual a opinião pública tende a crucificar remunerações excessivas, torna o tema da remuneração dos administradores extremamente relevante para as sociedades.

No desenrolar da presente dissertação, iremos começar por indagar sobre a Teoria da Agência como racional económico explicativo do desalinhamento de interesses patente na relação entre accionistas e administradores e a conexão desta Teoria com os temas remuneratórios, analisando, subsequentemente, a remuneração variável como potencial solução para mitigar os problemas de agência.

Em seguida, procuraremos refletir sobre que órgãos têm competência para fixar as remunerações dos administradores, procurando aferir os riscos e vantagens dos diferentes modelos, analisando o *say on pay* e, bem assim, quais as práticas adotadas por algumas sociedades portuguesas de referência neste âmbito.

Levaremos ainda a cabo uma reflexão sobre a estrutura remuneratória em si, na qual iremos abordar os critérios utilizados para determinar a componente variável da remuneração em face dos seus riscos. Não nos bastando, seguir-se-á uma análise aos limites legais e recomendatórios à autonomia privada, o que levará, em última instância, a uma análise das estruturas remuneratórias adotadas no tecido empresarial português, que incidirá sobre as práticas de 5 sociedades portuguesas. Por fim, partilharemos as principais conclusões alcançadas.

Capítulo I - A Teoria da Agência e a sua conexão com os temas remuneratórios

1.1. O Conflito de Agência em causa – a relevância da Teoria da Agência para o tema em análise

Mediante o incremento da complexidade dos temas hoje associados à gestão, muitas são as sociedades que vêm obrigadas a segregar a propriedade dos poderes de gestão. Deste modo, torna-se quase imperativo para qualquer sociedade, que a sua administração seja composta por profissionais especializados, capazes de fomentar a atividade da sociedade e respectivo valor.

Por seu turno, as sociedades têm, como objetivo último, a maximização dos lucros, empregando para tal dada estratégia de gestão. Nessa premissa, o modelo económico clássico assume que as sociedades são constituídas por intervenientes que agem entre si de forma harmoniosa, partilhando um objetivo. Não obstante, a prática societária, tem-nos vindo a demonstrar que, essa tal harmonia, muitas vezes vê-se destronada por tensões internas e ambições díspares.

Esta situação torna-se especialmente perigosa para a sociedade, quando quem detém o poder de gestão, execute estratégias contaminadas por interesses pessoais, frequentemente servindo-se de meios pertencentes à sociedade para conceber projetos de modo egoísta. No fundo, estamos perante sociedades, nas quais se verifica o domínio de quem detém o poder de gestão, *i.e.* administradores sem qualquer conexão às sociedades que gerem e dando rumo a algo de que não são proprietários¹.

É neste contexto que emerge a Teoria da Agência. Não obstante parecer lógico que a segregação entre a propriedade e o controlo seja benéfica para a sociedade, parece-nos igualmente evidente que os interesses destas duas partes nem sempre irão convergir. Ora, esta relação dá lugar a sofisticados conflitos de interesses entre acionista e administrador. Os seus objetivos nem sempre são os mesmos, podendo o acionista ter uma visão de maximização de valor a longo prazo, enquanto o administrador pode encontra-se focado nos resultados a curto prazo. Assim, surge a necessidade de implementação de mecanismos que minimizem a existência de conflitos de interesses e

¹ ARAÚJO, Fernando, *Introdução à Economia*, Almedina, 3ª edição, (2005), p. 425.

que contribuam para uma convergência entre a conduta dos administradores e os objetivos do acionista.

A Teoria sob análise procura dissecar a cisão entre a titularidade dos poderes de controlo e, conseqüentemente, os problemas decorrentes dessa dinâmica, que se traduzem em inevitáveis conflitos ou desalinhamentos de interesses entre os dois protagonistas². Naturalmente, na eventualidade de cada interveniente se focar no seu próprio benefício, procurando a maximização de proveitos pessoais, conflitos de interesse acabarão por emergir. É a estes conflitos de interesses que a Teoria da Agência procura dar solução³.

Em suma, a Teoria da Agência caracteriza-se por versar sobre conflitos de interesses inerentes às atividades económicas que pressupõem a colaboração de duas partes. A isto chama-se, relação de agência. Esta relação verifica-se quando um indivíduo/instituição⁴ delega responsabilidades num outro indivíduo/instituição⁵ para que o mesmo aja no interesse do primeiro⁶.

Com frequência nos deparamos com conjunturas em que o principal detém um ativo e acaba por contratar o agente para aumentar o seu valor. Não obstante, os intervenientes em causa nem sempre partilham as mesmas motivações e incentivos, de onde decorrem os custos de agência (suportados pelo principal) resultantes da discricionariedade com que são geridos os bens do principal. Assim, verifica-se um problema de agência⁷ nas situações em que se denote um obstáculo à motivação de dado sujeito agir no interesse de outro⁸.

Note-se que esta teoria encontra o seu alicerce na racionalidade limitada do ser humano, que poderá gerar um comportamento oportunista⁹, culminando em ações em que

² De ressaltar que, a presente dissertação não se irá debruçar sobre a estrutura remuneratória que incentive a prossecução de interesses de outros *stakeholders*, que não os dos acionistas.

³ Com interesse sobre o tema *vide* JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H., “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N.º 4, (1976).

⁴ Designado por “principal” (*in casu*, os acionistas).

⁵ Designado por “agente” (*in casu*, os administradores).

⁶ Note-se que não é celebrado, diretamente, qualquer contrato entre acionista e administrador.

⁷ Apesar de existirem diversas dinâmicas de problemas de agência, o que se encontra aqui em análise, é aquele que opõe o acionista ao administrador

⁸ Na esteira de TIAGO DOS SANTOS MATIAS em “*Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento*” in *Administração e Governação das Sociedades*, Coimbra, Almedina, (2020), p. 316, “(o)s custos de agência traduzem-se nos custos incorridos pelos detentores de capital, bem como por todos os *stakeholders*, em fiscalizar a atividade desenvolvida pela gestão”.

⁹ Através da prossecução de interesses próprios com astúcia e perfídia.

o agente terá uma tendência natural de servir os seus próprios interesses à custa dos interesses do principal¹⁰.

Neste contexto, afigura-se extremamente clara a importância desta Teoria para o paradigma societário e, bem assim, a sua aplicabilidade no tecido empresarial. Ora, a problemática sob análise ganha maior dimensão nas SA, onde sobressai um claro afastamento entre quem é proprietário e quem o exerce os poderes de controlo na sociedade, provocada pelo elevado grau de conhecimentos de índole técnica inerente à gestão da mesma¹¹.

Ora, a Teoria da Agência tem como propósito o estudo da relação entre os agentes e o principal, conferindo ao primeiro um elevado nível de autoridade e poder decisório, por forma a que este a possa desempenhar a função com o maior sucesso possível.

Ora, que o recrutamento de administradores especializados que concentrem o seu esforço na gestão da sociedade é uma decisão lógica. Contudo, requer que os acionistas depositem imensa confiança nos administradores, o que, agregado à natureza da tarefa desempenhada pelos mesmos, culmina numa vantagem relativamente ao grau de informação detido¹². Esta situação generalizada, traduz-se na assimetria informativa. O administrador, instalado nesta posição, vê-se numa situação privilegiada, ao passo que o acionista vê dificultada a tarefa de apreciação da *performance* do administrador¹³.

Face à assimetria informativa entre estes dois intervenientes o que, por sua vez, pode resultar numa falta de dedicação¹⁴ do administrador e fomenta ainda mais o problema da agência, tornando extremamente difícil destrinçar entre os atos de gestão que o administrador pratica em seu próprio benefício e os que pratica numa ótica de criação de valor para a sociedade¹⁵. Assim, emerge o risco de os administradores executarem comportamentos de carácter oportunista, por forma a maximizar os seus ganhos pessoais

¹⁰ MILGROM, P. and ROBERTS, J., *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, (1992), pp. 126-139.

¹¹ MATOS, Pedro Vargas, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, in *Cadernos de Valores Mobiliários*, n.º 33, agosto de 2009, p. 93

¹² Diversas são as situações em que, o administrador contratado possui uma familiaridade maior com o negócio do que o próprio acionista.

¹³ ARAÚJO, Fernando, *ob. cit.*, p. 426.

¹⁴ Na esteira de FERNANDO ARAÚJO em *ob. cit.*, p. 426., “[n]um ambiente de assimetria informativa, de descoordenação e de dispersão atomística de interesses, os resultados dos seus esforços poderão ter-se até certo ponto por externalidades positivas, pelas quais eles não são inteiramente compensados, tendendo por isso a produzir esforço a menos”.

¹⁵ MATOS, Pedro Vargas, *ob. cit.*, p. 93.

à custa dos acionistas, optando pela prossecução de estratégias de maximização dos lucros a seu bel-prazer. Este tipo de comportamento é potenciado pelo distanciamento dos acionistas da sociedade, sendo difícil que os mesmos consigam exercer controlo sobre os administradores, o que poderá culminar numa gestão algo discricionária e prejudicial à sociedade.

A problemática em questão não se colocava se existisse a possibilidade de redação de um contrato completo entre administradores e sociedade, isto é, um vínculo contratual que resolvesse todos os problemas de motivação, que previsse para cada uma das partes todas as possíveis contingências, fazendo com que, para ambos, fosse ótimo cumprir os termos do vínculo. Isto é impossível devido à racionalidade limitada dos intervenientes, que não conseguem prever o desenrolar das relações e acontecimentos futuros, o que acaba por se complicar devido aos elevados custos de redação de um contrato deste tipo¹⁶. O que se verifica é, então, uma incompletude natural deste tipo de relações, onde são patentes várias lacunas no *modus operandi* exigido aos administradores, o que permite que estes possam agir de forma algo arbitrária aquando da tomada de decisões respeitantes à gestão da sociedade.

Ora, isto acaba por propiciar o *moral hazard*¹⁷ por parte dos administradores, que consubstancia uma forma de oportunismo pós contratual resultante dos elevados custos que acarretaria uma supervisão das ações dos mesmos, o que faz com que seja difícil para os acionistas controlarem a gestão que é desenvolvida¹⁸.

Assim, logicamente se depreende que a sociedade só terá a ganhar quando acionista e administrador partilham de uma visão conjunta, pelo que se torna fundamental que os interesses de ambas as partes se encontrem alinhados.

A Teoria em análise encontra o seu pilar na ideia de que o compromisso estabelecido entre o acionista e o administrador, deve garantir que os comportamentos

¹⁶ MILGROM, P. and ROBERTS, J., *ob. cit.*, pp. 126-139.

¹⁷ Segundo JOÃO SOUSA GIÃO em “*Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores*”- *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, (2010), pp. 223 e 224, o *moral hazard* verifica-se quando, “no decurso de uma relação contratual de carácter duradouro umas das partes, abusando de vantagem informativa, não cumpre (...) a sua prestação, confiando que as assimetrias informativas verificadas impeçam ou dificultem a detecção do seu incumprimento.”

¹⁸ MILGROM, P. and ROBERTS, J., *ob. cit.*, pp. 167 e 168.

destes dois salvaguardem os interesses do primeiro, suprindo os problemas de assimetria informativa e criando condições para que os interesses das partes convirjam¹⁹.

Aqui, surge a remuneração como potencial fonte de solução da problemática em análise, assumindo relevância como ferramenta para fazer frente a estas tendências de carácter oportunista por parte do administrador.

1.2 A Remuneração como método de alinhamento de interesses

Ora, a política remuneratória de uma sociedade deverá ter como objetivo, em primeiro lugar, que esta corresponda às qualidades do gestor e que seja suficiente para atrair e manter bons administradores, sem daí advirem quaisquer problemas financeiros. Em segundo lugar, deverá contribuir para mitigar os problemas de agência, potencializando a prestação da sociedade e incrementado valor. Deste modo, a política remuneratória de uma sociedade, deverá ser alicerçada numa ideia de atração de administradores competentes e eficazes, com uma remuneração adequada ao seu desempenho²⁰, ou seja, com uma boa relação “qualidade-preço”.

Segundo o disposto no n.º 2 do Art. 399.º do CSC, “[a] remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício”, devendo igualmente ter em consideração a função concretamente desempenhada e a situação económica da sociedade.

Ora, a remuneração certa corresponde a um montante de valor pecuniário pago a título de remuneração de uma forma contínua e periódica²¹, que não depende de objetivos relacionados com a *performance* do administrador beneficiário. Como beneficiários deste tipo de remuneração, por norma, encontramos administradores não executivos²², que se limitam a tomar parte das reuniões do conselho de administração, encontrando-se a par do trabalho desenvolvido pelos administradores executivos, em comparação com os administradores executivos que desempenham um papel ativo na gestão da sociedade²³,

¹⁹ ARAÚJO, Fernando, *ob. cit.*, p. 427.

²⁰ CÂMARA, Paulo, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro: um retrato anatómico*, “*Conflito de Interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira*”, Almedina, (2010), p. 43.

²¹ DE ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2010, p. 87.

²² Simplificando, são administradores aos quais não lhes são confiadas funções de gestão propriamente dita. As suas ações também não vinculam a sociedade.

²³ PEREIRA DO NASCIMENTO, Raquel, “*A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 32, (abril 2009), p. 75.

pelo que seria desproporcional um administrador não executivo auferir remuneração dependente de objetivos, visto que, mesmo que fossem atingidos, estariam diretamente conexos à *performance* do administrador executivo.

Inversamente, uma remuneração de um administrador executivo, composta integralmente por uma componente fixa, poderá ter consequências desastrosas para a sociedade. Isto porque, se o administrador auferisse apenas uma remuneração fixa, não teria incentivo para exercer a sua gestão de uma forma otimizada e zelosa, tampouco para acautelar, os interesses dos sócios e a sustentabilidade da sociedade.

No nosso entender, para que seja possível atingir o alinhamento de interesses e a mitigação dos problemas de agência, a remuneração terá de ter uma componente diretamente relacionada com a *performance* da administração, sendo hoje pacífico que é pertinente associar uma parcela da remuneração dos administradores ao desempenho alcançado²⁴.

Esta componente variável funcionará como ferramenta de alinhamento de interesses das partes envolvidas, atuando como incentivo ao bom desempenho do administrador. Assim, este tipo de remuneração tem como meta, criar valor para a sociedade e, conseqüentemente, para os acionistas²⁵, numa demanda pelo alinhamento de interesses de todas as partes em questão²⁶.

Assim, as políticas remuneratórias adotadas deverão consistir num esquema de alinhamento de interesses e de mitigação dos custos de agência²⁷. Para tal, cumpre às sociedades esboçar um esquema de remuneração sólido e bem definido. Na esteira deste inovado modelo remuneratório, surgem as políticas remuneratórias que têm por base a ideia de ressarcimento numa lógica de compensação dos administradores pelos bons

²⁴ MATIAS, Tiago Dos Santos, “Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento” *ob. cit.*, p. 316.

²⁵ Assim, referem LUCIAN BEBCHUK E JESSE FRIED, em *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation in HUP*, Cambridge, Massachusetts, London, (2004), p.8: “We would accept compensation at current or even higher levels as long as such compensation, through its incentives effects, actually serve shareholders”.

²⁶ Neste sentido, refere JORGE CARITA SIMÃO em “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, *ob. cit.*, p. 811: “Existe um principal (*in casu*, os acionistas) e um agente (os administradores). Estes últimos devem defender os interesses dos primeiros. Deverá procurar-se uma solução que procure cativar e alinhar os interesses do agente com os do principal”.

²⁷ Despesas que recaem sobre a sociedade numa tentativa de resolver os conflitos entre os acionistas e os administradores, procurando manter a coesão entre as partes. Exemplo dos mesmos são os custos de monitorização.

resultados da sociedade, emergindo, para além de uma componente retributiva fixa, uma componente variável da remuneração.

1.2.1 Remuneração Variável

A remuneração variável constitui um tipo de remuneração que se encontra diretamente conexas com o desempenho do administrador (*pay for performance*), apresentando assim uma natureza condicional. Conforme referido, a grande mais valia desta modalidade de remuneração será o alinhamento de interesses entre os acionistas, a sociedade e os administradores.

Parece-nos lógico afirmar que, caso o vencimento se encontre associado ao desempenho do administrador e sob o pressuposto da verificação de certos resultados, o risco da materialização de comportamentos oportunistas do administrador irá ver-se mitigado, reduzindo assim a probabilidade de se verificarem problemas de agência. Não obstante, para ser uma estratégia bem-sucedida, as condições têm de ser bem delineadas, procurando acautelar certos riscos. De outro modo, pode-se incentivar o administrador a perseguir resultados de curto prazo, por forma a que se verifiquem as condições indexadas à sua remuneração variável, o que será nocivo para a situação financeira da sociedade. De facto, ao serem estabelecidos objetivos de curto prazo, será fácil que os administradores se foquem na sustentabilidade de longo prazo da sociedade²⁸.

Esta modalidade de remuneração aporta novas problemáticas que carecem de atenção. Assim, aquando da estruturação da política remuneratória, e ao definir os critérios que irão despoletar a remuneração variável, é crucial acautelar os resultados de longo prazo da sociedade.

Adicionalmente, este tipo de remuneração poderá aportar uma função positiva, ao fomentar a atração de administradores de renome e que acrescentem valor à sociedade no desempenho das suas funções, uma vez que, estes serão remunerados em conformidade com o seu desempenho. Note-se que, um mau profissional nesta área não iria nutrir interesse neste tipo de remuneração, pois teria noção que não iria conseguir atingir os resultados que lhe seriam impostos.

²⁸ HERRERA-ECHEVERRY, H., HAAR, J., VELASQUEZ GAVIRIA, D., & UPADHYAY, S. *Board Long-Term Orientation, Earnings Management, Disclosure and Risk*, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 31(4), (2020), p. 406.

Neste sentido, entendemos que uma componente variável de remuneração poderá servir como filtro na procura por um administrador competente e diligente nas suas funções, afastando o interesse no cargo de potenciais administradores passivos, sem qualidade e capacidade para atingir as metas que lhe iria assegurar um seu vencimento. Simultaneamente, estaríamos perante um alinhamento de interesses, visto ser do interesse do sócio dispor de um administrador capaz ao leme da sociedade que detém.

Ademais, atentando ao disposto no n.º 2 do Art. 399.º do CSC, é possível notar que o legislador previu somente enquanto modalidade de remuneração variável, a percentagem dos lucros de exercício, o que nos poderia fazer depreender que esta é a única forma de remuneração variável disponível.

Ao invés, é possível verificar que, na prática, as sociedades socorrem-se de outras modalidades de remuneração variável, sendo estas estudadas pela doutrina e aceites pelo *soft law*. Neste sentido, iremos refletir sobre algumas destas outras modalidades que a remuneração variável pode constituir, procurando incidir sobre aquelas que são mais utilizadas pelas sociedades atuais²⁹.

Caso a sociedade recorra à modalidade de lucros de exercício, o administrador irá auferir uma parte do rendimento proveniente do exercício da atividade da sociedade após deduzidos os respetivos custos³⁰. Assim, o administrador terá todo o interesse em produzir esforços por forma a garantir que este balanço seja positivo, pois de outra forma não irá auferir qualquer rendimento decorrente desta componente do seu plano remuneratório.

Cumpre chamar à atenção que a legislação portuguesa não define qualquer limite à percentagem dos lucros do exercício a ser atribuída ao administrador. Segundo entendemos, a estipulação de uma percentagem máxima prevista na lei poderia aportar benefícios para a sociedade, funcionando como instrumento de defesa tanto da

²⁹ Note-se que não iremos enumerar de forma taxativa as modalidades de remuneração variável.

³⁰ OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, (2012), 5ª edição, p. 323.

sustentabilidade³¹ da sociedade a longo prazo, como do direito de participação dos lucros dos sócios³².

A remuneração variável poderá também ser constituída pela modalidade dos planos de ações como forma de retribuir o administrador pelo cumprimento de objetivos pré-determinados. Note-se que esta modalidade corresponde a uma opção menos utilizada pelas sociedades portuguesas³³, todavia, não deixa de ser uma modalidade relevante de mencionar.

Ora, a modalidade sob análise poderá dividir-se em dois grandes tipos. O primeiro, assume a forma de atribuição de ações da sociedade como forma de remuneração do administrador. Por sua vez, o segundo, denominado *stock options* ou opções, que se traduz na concessão ao administrador da opção³⁴ de aquisição de ações da sociedade por montante previamente fixado e reduzido, quando comparado ao seu preço de mercado.

Em teoria, a modalidade de remuneração variável correspondente ao plano de ações seria uma boa ferramenta, caso o objetivo fosse o alinhamento de interesses entre acionista e administrador³⁵.

Senão vejamos, o preço das ações de que o administrador seria titular (*i.e.* o preço das ações da sociedade por si administrada) iria, sem dúvida, ser influenciado pelo desempenho da sociedade, pelo desenvolvimento de projetos com um *Net Present Value* (NPV) superior a zero³⁶ e, bem assim, pelos resultados alcançados, o que irá incentivar o administrador a prosseguir uma gestão que acrescente valor.

³¹ Devido à possibilidade de assunção de riscos desnecessários por parte do administrador na demanda de uma remuneração mais elevada, fator que será potenciado quanto mais alta for a dita percentagem.

³² Deste modo, PAULO OLAVO CUNHA, em *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina (2010), p. 372, menciona a criação de um critério de razoabilidade ao definir-se o valor da percentagem dos lucros de exercício a ser distribuída ao administrador, posição com a qual concordamos.

³³ Na esteira de MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO em *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 327, esta situação poderá dever-se ao facto de, em Portugal, existirem poucas sociedades cotadas em bolsa e pelo preço das ações oscilar muito pouco. Sendo o volume de transações deste tipo no mercado extremamente diminuto, este modelo se torna-se menos atrativo pela dificuldade que um sujeito poderá ter em alienar as ações.

³⁴ Esta situação traduz-se num direito potestativo e não numa obrigação.

³⁵ Contudo, uma componente variável excessiva, poderá incentivar a assunção de comportamentos de risco, o que fomentou a introdução de um limite à componente variável da remuneração no setor bancário (*bonus cap*).

³⁶ Os projetos que atinjam um NPV superior a zero estão a criar valor para a sociedade.

Não obstante, os planos de ações, bem como as demais modalidades de remuneração variável, poderão desencadear o efeito inverso³⁷, na eventualidade de não serem esquematizadas com os devidos cuidados.

Neste sentido, caso seja mal configurada, a presente modalidade de remuneração poderá incentivar o administrador a assumir projetos que tenham como consequência o aumento do preço das ações a curto prazo (permitindo que o administrador venda as suas ações por um valor lucrativo no imediato ou que exerça a sua opção, caso nos encontremos perante uma *stock option* para de seguida a alienar), o que poderá expor a sociedade a certos riscos que não garantam sustentabilidade da sociedade a médio-longo prazo e destruir valor para os acionistas³⁸.

Ademais, em face da sua posição no seio da sociedade, o administrador com alguma facilidade poderá proceder a manipulações financeiras e contabilísticas, podendo este ter tendência para incorrer em ações que desvirtuem os elementos contabilísticos, repercutindo lucros mais elevados.

Efetivamente, a congregação num certo período de diversos acontecimentos que surtam um impacto positivo nos resultados da sociedade e, conseqüentemente, que façam aumentar o preço das ações, está ao alcance de um administrador através da temporalização de rendimentos e custos. Posteriormente ao período em que forem exercidas as opções, seguir-se-á um período de abrandamento insólito de resultados.

Em resposta a este risco criado pela remuneração variável, refere PAULO CÂMARA que “[u]m dos mecanismos principais a operar o alinhamento de interesses refere-se ao diferimento de pelo menos uma parte da remuneração variável. Tal supõe uma cuidadosa articulação entre retribuição e avaliação anual do desempenho em função dos indicadores pré-definidos”³⁹, posição com a qual concordamos face aos riscos associados à remuneração variável não dependente de objetivos fixados e daquela quando indexada a objetivos de curto prazo.

³⁷ RIBEIRO, Maria de Fátima, *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 327.

³⁸ JENSEN, Michael C. and MURPHY, Kevin J. and WRUCK, Eric G., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, (July 12, 2004). Harvard NOM Working Paper n.º. 04-28; ECGI - Finance Working Paper n.º. 44/20045, p. 60 e ss.

³⁹ CÂMARA, Paulo, “Remuneração” in *Código do Governo das Sociedades Anotado* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, (2012), p. 184.

No que concerne a modalidade de *stock options*, e com o objetivo de mitigar a tomada de riscos desmedidos na demanda por um ganho de curto prazo, consideramos que seria vantajoso para as sociedades disponibilizarem somente *European-style options* como forma de remuneração variável. Na sua génese, as *European-style options* diferem das *American-style Options* por apenas poderem ser exercidas na sua maturidade, sendo que, estas últimas, podem ser exercidas em qualquer ponto do tempo até atingirem a sua maturidade⁴⁰.

Assim, caso fosse estipulada uma maturidade mínima 3 anos para as *European-style options* estaríamos então a reduzir os riscos que temos vindo a ponderar, uma vez que, caso o administrador aspire a obter um ganho avultado fazendo uso das suas opções, iria ter em consideração o estado da sociedade e o valor das respetivas ações a médio-longo prazo.

Distinta da modalidade anteriormente apresentada são os prémios ou bonús que, contrariamente aos planos de ações, constituem uma modalidade bastante utilizada pelas sociedades portuguesas.

Os prémios traduzem-se na concessão de bens pecuniários⁴¹ ao administrador como reconhecimento de um desempenho positivo ou alcance de resultados⁴². Relativamente ao seu *timing*, os prémios podem ser atribuídos findo o ano de atividade ou, caso estejam dependentes de resultados, dependerão do prazo dos mesmos.

Contudo, tendo presente o maior grau de risco associado a uma remuneração parcialmente indexada a objetivos de curto prazo, parece-nos mais seguro fazê-la corresponder a objetivos de médio ou longo prazo, tendo em vista a sustentabilidade da sociedade⁴³.

Aqui chegados, e segundo entendemos, somos a concluir que não existe uma escolha certa ou errada quando se opta por uma modalidade de remuneração variável, o

⁴⁰ Com interesse sobre *stock options* vide BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, (2017).

⁴¹ RIBEIRO, Maria de Fátima, *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 326.

⁴² De acordo com MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO em “Remunerações dos Administradores e Boa Governação das Sociedades: o Acórdão do STJ de 27 de março de 2014”, in *Revista do Instituto do Conhecimento AB Instantia*, Ano III, n.º 5, Almedina, Coimbra, (2015), p. 22, tratando-se de um valor pecuniário, este pode assumir um montante previamente determinado ou uma percentagem da faturação da sociedade.

⁴³ Vide Recomendação V.2.8. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

que irá sempre depender do tipo de sociedade, da sua dimensão, do país em que se insere, da actividade da mesma, nunca devendo ser desprovida de proporcionalidade⁴⁴.

Consideramos sim, que é crucial que a remuneração de qualquer administrador seja composta parcialmente por uma componente variável, pela sua capacidade intrínseca de alinhamento de interesses entre as partes.

Não obstante, existem riscos implícitos a cada modalidade referida. Está permanentemente presente o facto deste tipo de remuneração acarretar a potencialidade de provocar um desalinhamento de interesses.

Enquanto potenciais riscos, pode verificar-se um cenário em que o administrador aja com o seu próprio interesse em mente, podendo inclusive procurar manipular resultados⁴⁵ para seu benefício ou, implementar projetos com elevado grau de risco que dêem origem bons resultados a curto-prazo, mas que a longo prazo podem afigurar-se desastrosos para a sociedade.

Desta feita, entendemos que a melhor forma de mitigar os riscos inerentes à remuneração variável, é o seu diferimento no tempo, que irá estimular o administrador a adotar praticas de gestão zelosas, sem incorrer em riscos desmedidos e sempre conferindo prioridade à sustentabilidade da sociedade. Não obstante, uma imposição legal neste sentido poderá ser excessiva, restringindo em demasia a autonomia privada, podendo limitar situações em que, por exemplo, o sócio queira apenas aumentar o valor da sociedade a curto prazo, por forma a aliená-la pelo maior valor possível, situação em que será do seu interesse estabelecer uma condição indexada à remuneração de curto prazo.

Capítulo II - A Competência para fixar a política Remuneratória

2.1. A competência primária da Assembleia Geral

No passado, foi possível verificar-se na prática societária, uma vasta influência dos administradores na fixação da sua respetiva remuneração, conjuntura que acarretava

⁴⁴ MATIAS, Tiago dos Santos, *“Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento”*, *ob. cit.*, p. 319.

⁴⁵ Tarefa facilitada para o administrador devido à sua posição de influência e acesso a informação privilegiada.

necessariamente riscos para a sustentabilidade da sociedade e que contribuía para situações de conflito de interesses entre acionista e administrador.

Por forma a evitar o conflito de interesses, veio o preceituado no n.º 1 do Art. 399.º do CSC estabelecer que, “[c]ompete à assembleia geral de accionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores”, caso o modelo de governo societário adotado corresponda ao modelo clássico⁴⁶⁻⁴⁷. Adicionalmente, o CSC⁴⁸ impõe que, estando em causa a atribuição de planos de aquisição de ações que impliquem a aquisição ou alienação de ações próprias, esta ação deverá ser precedida por deliberação da AG.

Analisando o preceituado *supra*, infere-se que a remuneração deverá ser fixada por via de deliberação da Assembleia Geral de acionistas ou pela “comissão de remunerações”⁴⁹ (esta possibilidade será abordada adiante). De referir que esta norma reveste carácter imperativo⁵⁰, pelo que se a remuneração de administrador for fixada de forma diferente irá incorrer no vício da nulidade.

Ora, ao fixar a remuneração dos administradores por via de uma deliberação dos acionistas em sede de reunião da AG, aqueles irão debater o assunto relativo ao que consideram adequado que cada administrador individual venha auferir, daí emanando um determinado consenso.

Em nossa opinião, este modelo de fixação da remuneração dos administradores pela AG de acionistas terá uma maior probabilidade de sucesso no seio de SA fechadas, uma vez que, à partida, a quantidade de sócios será reduzida face às SA cotadas, facilitando o processo e a chegada a um consenso. Ademais, torna-se relevante a dimensão da sociedade em causa. Assim, deparando-nos com uma sociedade de administrador único, a existência de uma comissão com o propósito de determinar

⁴⁶Caso seja adotado o modelo de governo dualista, aplica-se o disposto no Art. 429.º do CSC: “[c]ompetindo a sua fixação ao conselho geral e de supervisão ou a uma sua comissão de remuneração ou, no caso em que o contrato de sociedade assim o determine, à assembleia geral de accionistas ou a uma comissão por esta nomeada”. Face à diferente organização dos tipos de sociedade, pese embora a semelhança na teleologia dos normativos, as soluções divergem ligeiramente..

⁴⁷ GOMES, Fátima, “Remuneração de Administradores de Sociedades Anónimas “Cotadas”, em *Geral e no Sector Financeiro, em Particular*” in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, (2011), p. 319.

⁴⁸ Vide Art. 319.º, n.º 1 e Art. 320.º, n.º 1, ambos do CSC.

⁴⁹ Este órgão não possui uma natureza obrigatória.

⁵⁰ COUTINHO DE ABREU, Jorge, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, (2010), p. 84.

somente a sua remuneração, torna-se obsoleta, pelo que se ainda conjugarmos essa situação, com uma de escassez de orçamento, seria desproporcional.

Entendemos ser contraproducente que os responsáveis pela definição da política remuneratória do corpo da administração sejam parte interessada, de forma direta, no tema, nomeadamente em relação aos administradores executivos, pelo que nos parece que os sócios se encontram em melhor posição para proceder a essa definição.

De facto, se o objetivo último consiste no alinhamento de interesses entre acionista e administrador, ninguém melhor que o acionista para definir quais os seus interesses e, conseqüentemente, objetivos de *performance*. Não obstante, consideramos que a comissão de remunerações se encontra na melhor posição para definir a política remuneratória da administração, face à sua isenção⁵¹ e vocação (conforme melhor detalharemos adiante). Ainda assim, não nos parece pertinente excluir por completo os acionistas deste processo decisório, uma vez que estes serão diretamente impactados pelas opções daquela comissão.

Nesta senda, tendemos a concordar com TIAGO DOS SANTOS MATIAS ao defender que o “envolvimento dos acionistas em geral (...), atenta a sua preponderância, assume uma verdadeira relevância social, na medida em que a sua ação releva não apenas para as entidades nas quais detêm participações, mas igualmente para o regular funcionamento da economia e dos mercados”⁵².

2.2. A competência delegada da Comissão de Remunerações

A par da competência primária para fixar a remuneração dos administradores atribuída à AG de acionistas, por via da redação do n.º 1 do Art. 399.º do CSC, o preceito atribui ainda a permissão de uma competência delegada a uma comissão de remunerações, nomeada pela AG.

⁵¹ Consideramos, como possibilidade, que a AG de acionistas possa nutrir algum carinho ou desdém por certo elemento da administração, o que resultaria numa definição da política remuneratória com base em sentimentos. De forma geral, entendemos que a AG de acionistas tem potencial de ser mais parcial.

⁵² MATIAS, Tiago dos Santos, “Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento”, *ob. cit.*, p. 323.

Como principais deveres jurídicos adjacentes à atividade desempenhada pelos membros da comissão de remunerações, PAULO CÂMARA⁵³ destaca “o dever de fixar as remunerações dos membros dos órgãos sociais; o dever de estabelecer a política remuneratória e de proceder periodicamente à sua revisão; o dever de acompanhar a informação prestada pela sociedade sobre remuneração; e o dever de prestar informação – ao órgão de fiscalização e, quando necessário, à assembleia geral – sobre as actividades por si desenvolvidas”.

A opção sob análise tem vindo a ganhar tónica no seio da prática societária, face ao carácter especializado e profissionalizado que assiste a comissão de remunerações, aliado à “exigência crescente ante a sofisticação gradual das regras remuneratórias e das estruturas remuneratórias”⁵⁴.

Entre nós, o ordenamento jurídico português optou pelo modelo de uma comissão delegada da AG, materializando-o no disposto no n.º 1 do Art. 399.º do CSC. Entendemos tratar-se do modelo preferível numa ótica de alinhamento de interesses entre acionista e administrador, face à possibilidade de uma comissão delegada do conselho de administração que incorre no risco de ser tendenciosa e que, em última instância, estaria a definir o seu próprio pacote remuneratório⁵⁵.

Assim, e apesar da instituição da comissão de remunerações, na prática, não se verificou o efeito esperado. A lei, ao não densificar regras no que concerne à sua organização⁵⁶, como seja quem poderia integrar a esta comissão potenciou diversos problemas, entre outros, a nível de falta capacidade dos seus integrantes para desempenhar funções na mesma⁵⁷, colocando um ponto de interrogação quanto à independência dos seus membros.

⁵³ CÂMARA, Paulo, “*A Comissão de Remunerações*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, (2011), p. 22.

⁵⁴ CÂMARA, Paulo, “*A Comissão de Remunerações*”, *ob. cit.*, p. 10.

⁵⁵ A este respeito, refere PAULO CÂMARA em “*A Comissão de Remunerações*”, *ob. cit.*, p. 19, que a opção adoptada pelo ordenamento jurídico português no que concerne os modelos clássico a anglo-saxónico de governo societário se trata “de um modelo que se caracteriza por afastar os administradores da decisão sobre remunerações, dado o risco de parcialidade”.

⁵⁶ PAULO CÂMARA em “*A Comissão de Remunerações*”, *ob. cit.*, p. 21 e 22, ressalva a importância da “existência de regulamentos internos, periodicamente revistos, e de actas das reuniões, para assegurar a sua efectividade”.

⁵⁷ Por falta de habilidade negocial ou informação relativa à temática em causa, os membros da comissão acabavam ofereciam um pacote remuneratório que não tinha os interesses da sociedade em mente e com incentivos errados.

Neste sentido, cumpre fazer menção às recomendações do CGS do IPCG de 2018, onde é aconselhado que “[d]entro das limitações orçamentais da sociedade, a comissão de remunerações deve poder decidir livremente a contratação, pela sociedade, dos serviços de consultadoria necessários ou convenientes para o exercício das suas funções”⁵⁸. Embora defendamos a profissionalização desta função e, bem assim, a tomada de decisões alicerçadas em conhecimento de causa, o que se seria passível de atingir ao recorrer a serviços de consultoria, esta recomendação parece-nos ligeiramente desproporcional face à realidade portuguesa de pequena dimensão e aos custos adicionais que iria implicar. No fundo, parece-nos que esta atuação iria consubstanciar uma duplicação de encargos a recair sobre a sociedade.

Adicionalmente, “[a] Comissão de remunerações deve assegurar que os serviços são prestados com independência e que os respetivos prestadores não serão contratados para a prestação de quaisquer outros serviços à própria sociedade ou a outras que com ela se encontrem em relação de domínio ou de grupo sem autorização expressa da Comissão”⁵⁹. Ora, entendemos que esta recomendação é extremamente pertinente, pois se padecesse de qualquer tipo de dependência aos membros que compõem o órgão de administração ou se existissem outros interesses a perturbar o julgamento dos seus membros, a comissão de remunerações tornar-se-ia inócua face ao objetivo com que foi instituída.

Ao invés das soluções/recomendações *supra*, entendemos pertinente recuperar a recomendação do CGS da CMVM de 2013⁶⁰, onde é sugerida a inclusão de pelo menos um membro com experiência e conhecimento na vertente de política remuneratória na comissão de remunerações⁶¹. Na nossa ótica a comissão seria ainda mais eficiente, caso todos os seus integrantes tivessem qualificações na área, para assim poderem dar um contributo com maior fundamento, como sendo, por exemplo, antigos administradores já com funções cessadas que aportariam a sua experiência para a sua nova função, ou de um administrador não executivo.

⁵⁸ Recomendação V.2.5. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

⁵⁹ Recomendação V.2.6. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

⁶⁰ Note-se que após ter sido celebrado um protocolo entre o IPCG e a CMVM, o CGS do IPCG passou a ser o único código de governo societário, colocando um ponto final na vigência do CGS da CMVM.

⁶¹ Segundo a Recomendação II.3.1. da CMVM de 2013, “Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração” (sublinhado nosso).

O CGS do IPCG de 2018 recomenda ainda a presença de um membro da comissão na AG quando estejam em causa discussões relativas à política remuneratória com o intuito de elucidar os acionistas quando haja necessidade⁶², posição com a qual coincidimos. De reiterar que não nos parece correto que os detentores do capital sejam inteiramente excluídos do processo de definição da política remuneratória dos administradores, afigurando-se pertinente que os acionistas sejam mantidos a par dos trabalhos levados a cabo pela comissão de remunerações.

No que concerne o número de membros que compõe a dita comissão, a lei é omissa. Nesta matéria, coincidimos com a posição defendida por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, quando o autor refere que esta deve ser composta três ou mais membros, por forma a assegurar o princípio da maioria⁶³, o que nos parece fomentar a imparcialidade no momento decisório. Parece-nos ser desprovido de razoabilidade constituir uma comissão de remunerações unipessoal, o que aumentaria a probabilidade de perda de independência⁶⁴. Não obstante entendermos que esta seria a conjuntura ideal, reconhecemos que sociedades com menor magnitude e poderio financeiro não seja viável uma comissão com esse número de membros, o que corresponde a uma grande porção do tecido empresarial português.

Ademais, consideramos como potencialmente apropriado que, no princípio de cada mandato, seja prevista uma quantia máxima a ser auferida pelos membros da administração, com o objetivo de instituir uma guia a ser seguida pela comissão durante a vigência do mandato, evitando a oferta de pacotes remuneratórios extravagantes e irresponsáveis que provoquem a erosão do património da sociedade e, conseqüentemente, dos acionistas. A este respeito, o CGS do IPCG apenas recomenda a definição de limites máximos quanto aos montantes a serem pagos a título de compensação em caso de cessação de funções⁶⁵, o que nos parece insuficiente.

Para melhor deliberar sobre a remuneração dos administradores, é crucial que sejam facultadas à comissão as informações necessárias para tal, tanto sobre a própria sociedade, como sobre o administrador. Só assim fará sentido recorrer à utilização deste órgão especializado que, de outra forma, não passaria de uma fachada. Da mesma forma,

⁶² Recomendação V.2.4. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

⁶³ ENGRÁCIA ANTUNES, José, “A comissão de remunerações”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, Volume 17, Almedina, (2017), p. 75.

⁶⁴ CÂMARA, Paulo, “A Comissão de Remunerações”, *ob. cit.*, p. 48.

⁶⁵ Recomendação V.2.3. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

também a comissão deve procurar informar-se por forma a adquirir o conhecimento necessário para o desempenho diligente da sua função, nomeadamente a respeito da atividade levada a cabo pela sociedade, práticas remuneratórias do setor em que a em causa e todas aquelas que considere relevantes para uma melhor definição do pacote remuneratório⁶⁶.

Ora, em nossa opinião, entendemos ser relevante reiterar que os indivíduos responsáveis pela fixação dos pacotes remuneratórios dos administradores, sejam isentos de interesse direto na situação (em especial face aos administradores executivos)⁶⁷. Agregando esta potencial independência de uma comissão devidamente estruturada, a um avultado entendimento na matéria, poderemos almejar a um equilíbrio ótimo numa política remuneratória suficiente para atrair bons gestores, composta por incentivos que promovam o alinhamento de interesses.

Dada a sensibilidade e complexidade do domínio da remuneração dos administradores, consideramos que um corpo especializado, como é a comissão de remunerações, será o mais indicado para definir esta política, sendo inclusive capaz de responder de forma ágil aos potenciais problemas do dia-a-dia nesta matéria, coisa que a AG de acionistas não seria, dadas as exigentes regras que assistem o seu funcionamento.

De reiterar que, não obstante o papel fundamental da comissão na definição das remunerações dos administradores, consideramos que não se deve afastar totalmente do processo os acionistas, pois estes sofrerão o impacto direto dessas deliberações. Adicionalmente, pelo conhecimento que aqueles detêm sobre a atividade da sociedade em causa, poderão apresentar-se como uma mais-valia no processo de definição da política remuneratória dos administradores e, bem assim, na sua execução.

A referida meta poderá ser alcançada através de uma votação dos acionistas de carácter consultivo sobre a política remuneratória⁶⁸⁻⁶⁹. A este respeito, o CGS do

⁶⁶ CÂMARA, Paulo, “*A Comissão de Remunerações*”, *ob. cit.*, p. 22.

⁶⁷ Vide a Recomendação V.2.1. do IPCG de 2018, revisto em 2020 que refere que “[a] sociedade deve constituir uma comissão de remunerações, cuja composição assegure a sua independência em face da administração”.

⁶⁸ Vide o disposto nos n.ºs 1 e 3 do Art. 9.º-A da Diretiva 2017/828, de 17 de maio de 2017.

⁶⁹ Consideramos que uma votação vinculativa da AG de acionistas possa ser excessiva, esvaziando os poderes da comissão de remunerações. Assim, TIAGO DOS SANTOS MATIAS em “*Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento*” *ob. cit.*, p. 322, chama-nos à atenção do potencial risco de falta de efetividade da comissão de remunerações no caso de nos encontrarmos perante uma sociedade em que se verifique a existência de um acionista de controlo, sendo-lhe conferido o poder de aprovação.

IPCG refere que “(a) fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão”⁷⁰. No mesmo sentido, o n.º 1 do Art. 26.º-B do CVM, introduzido pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto⁷¹, refere que a “comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, o conselho de administração, submete uma proposta de política de remuneração à aprovação da assembleia geral”⁷². Desta feita, chamamos à atenção para o facto de o legislador ter recorrido à expressão “aprovação da assembleia geral”, da qual concluímos que é à AG que pertence a última palavra tocante à política remuneratória da administração, materializando assim o *say on pay*, o qual iremos abordar adiante.

Consideramos ainda que a AG de acionistas deve ser consultada e devidamente informada sobre a política remuneratória que a comissão pretende levar a cabo, antes de a mesma começar a ser auferida pelo administrador⁷³. De facto, esta transparência de informação no processo de fixação da remuneração dos administradores, contribuirá largamente para o desagravamento dos custos de agência e descomplicação do processo de fiscalização⁷⁴.

Por outro lado, assinala TIAGO DOS SANTOS MATIAS⁷⁵ que a transparência nesta matéria pode aportar consigo alguns perigos, como seja o de “reações políticas ou populistas, o que, num meio pequeno como o verificado no caso português, se tem prestado a abordagens sensacionalistas”, acrescentando que a comissão de remunerações ficará mais exposta a “pressões políticas ou sindicais, trazendo instabilidade e controvérsia para um processo que se revela de importância crucial no alinhamento de interesses dos administradores e da sociedade”.

⁷⁰ Recomendação V.2.2. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

⁷¹ Para além de proceder à alteração do Código dos Valores Mobiliários, a referida Lei veio revogar o disposto na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho que estabelecia o regime de aprovação e divulgação da política remuneratória dos membros dos órgãos de fiscalização e administração no que diz respeito a entidades tida como de interesse público.

⁷² Note-se que esta disposição é apenas aplicável às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, e não às sociedades em geral.

⁷³ Tendo presente o modelo de comissão delegada da AG materializado no CSC, PAULO CÂMARA em “A Comissão de Remunerações”, *ob. cit.*, p. 19, defende que este modelo de comissão de remunerações acolhe, sem problema, a interferência dos titulares de outros órgãos sociais, como são os acionistas da AG, no processo de definição do pacote remuneratório dos administradores.

⁷⁴ MATIAS, Tiago dos Santos, “Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento”, *ob. cit.*, p. 324.

⁷⁵ MATIAS, Tiago dos Santos, “Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento”, *ob. cit.*, p. 325.

Ainda assim, entendemos que a transparência no processo em causa, numa ótica de alinhamento de interesses, trará mais benefícios à sociedade, do que malefícios, visto que, a transparência nesta matéria, poderá minorar os riscos associados à remuneração dos administradores e, bem assim, reduzir os custos de agência inerentes à relação entre acionista e administrador.

Nesta senda, partilhamos do entendimento de PAULO CÂMARA⁷⁶ quando refere que “a comissão de remunerações contribui em termos decisivos para a robustez e limpidez do processo de fixação de remunerações, ao pressupor uma separação de funções de gestão da função de fixação de remuneração, assim se facilitando uma resolução adequada de conflitos de interesses”, em nossa opinião, em detrimento de uma AG de acionistas, que poderá ser tendenciosa⁷⁷.

Em face do exposto, e apesar dos custos que poderá comportar a indicação de uma comissão de remunerações, consideramos que, se dada sociedade tiver disponibilidade financeira para tal, a nomeação de uma comissão com o propósito de fixar as remunerações dos administradores será benéfica para a sustentabilidade e desenvolvimento da sociedade.

2.3. O Say on Pay

Na esteira de PAULO CÂMARA⁷⁸, o *say on pay* “cobre genericamente todas as normas jurídicas que permitam, promovam ou obriguem a política de remunerações societária, ou uma declaração a esta relativa, a ser submetida a um voto expresso em assembleia geral, com uma periodicidade pré-determinada, em regra anual”.

Esta ideia tem como pilar a transparência em matéria de política remuneratória e, ao incluir os acionistas neste processo, constitui mais uma arma no combate aos problemas de agência e ao desalinhamento de interesses entre acionista e administrador.

⁷⁶ CÂMARA, Paulo, “*A Comissão de Remunerações*”, *ob. cit.*, p. 9.

⁷⁷ PAULO OLAVO CUNHA faz referência ao facto de a comissão de remunerações nas suas deliberações atender a “[a] elementos relevantes e a critérios adequadamente fundamentados”, acrescentando que a mesma “[v]iabiliza a definição de uma política de remunerações compatível com a capacidade económica da empresa, com base na articulação dos seus membros e num contexto de autonomia com relação à competência da assembleia geral”, em *Direito das Sociedades Comercias*, Almedina, (2010) p. 781.

⁷⁸ CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, n.º 2 (abril-junho de 2010), p. 324.

Ora, o *say on pay* encontra a sua fundamentação no incremento do controlo acionista na definição da política remuneratória, com o objetivo de fomentar a troca de informação, estabelecer práticas melhores e legitimar as opções tomadas nesta matéria⁷⁹. O primeiro objetivo enunciado (*i.e.* a troca de informação) será facilmente atingido através da apresentação da política remuneratória à AG de acionistas, enquanto que o segundo (*i.e.* o estabelecimento de melhores práticas remuneratórias) já nos parece mais difícil, dado que, apesar de, em teoria, uma necessidade de aprovação da AG de acionistas possa salvaguardar a sociedade face a pacotes remuneratórios prejudiciais ao património da sociedade, para que tal se verifique, será necessário que o voto aporte consigo conhecimento de causa e capacidade de realizar um esboço de remuneração capaz de garantir, não só os seus interesses pessoais enquanto detentor de capital, como aqueles da sociedade a longo prazo. Por fim, no que concerne a legitimação das opções tomadas, esta será alcançada por via da análise que os acionistas realizarão à política remuneratória definida, idealmente, por uma comissão de remunerações.

Desta feita, e pelas suas valências, o *say on pay* encontrou acolhimento em diversos ordenamentos jurídicos. Ao constatar que no sistema jurídico nacional, à partida, já é conferido à AG de acionistas a competência primária de fixação da remuneração, um voto legitimador nesse sentido, torna-se quase obsoleto.

Ainda assim, em Portugal, o *say on pay* viu-se acolhido pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, desde então revogada pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto. Concretamente, a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho trouxe como novidade a imposição de o órgão de administração ou a comissão de remunerações das entidades de interesse público⁸⁰ ter que apresentar, com uma periodicidade anual, para aprovação da AG, uma declaração sobre a política de remuneração dos membros dos respetivos órgãos de administração e fiscalização⁸¹.

Ora, com a introdução da Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, nomeadamente no que toca ao Art. 26.º-C do CVM⁸² deixou-se cair a expressão “*declaração*”, fazendo-se

⁷⁹ CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, *ob. cit.*, p. 327.

⁸⁰ Como entidade de interesse público objeto do preceito encontram-se as mencionadas no Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de novembro, que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria e as referidas no n.º 2 do Art. 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho.

⁸¹ Com interesse sobre a informação a constar da declaração sobre a política de remuneração *vide* Art. 2.º n.º 3 da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho e CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, *ob. cit.*, p. 336.

⁸² A norma em causa é apenas aplicável às sociedades cotadas.

referência somente ao “*conteúdo da política de remuneração*”, no qual, embora se note uma maior exigência na indicações informativas que devem constar da política remuneratória⁸³, não deixam de ser precisamente isso, indicações informativas que forçam as sociedades visadas a assumir uma postura perante certas questões atinentes à remuneração, continuando a não interferir na autonomia das sociedades para tomar as opções que considerarem adequadas.

A Lei n.º 28/2009, de 19 de junho levantou algumas questões, ao referir que competiria ao órgão de administração apresentar à AG a declaração relativa à política de remunerações, contrariando o n.º 1 do Art. 399.º do CSC. Neste sentido, consideramos que aquela redação foi infeliz, pois seria desprovido de razoabilidade os administradores terem influência na política remuneratória que lhes será aplicada, mesmo que a declaração não contenha concretamente a definição do montante remuneratório. Por outro lado, o n.º 1 do Art. 26.º-B do CVM dispõe que a “*comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, o conselho de administração, submete uma proposta de política de remuneração à aprovação da assembleia geral*”, materializando o *say on pay* através do poder de aprovação da política remuneratória conferido à AG de acionistas, concedendo ainda competência primária à comissão de remunerações para estruturar a política remuneratória. Não obstante, ao conferir esta última competência ao conselho de administração, em caso de inexistência daquela comissão, parece-nos ter cometido uma falha, visto considerarmos que, apenas em última instância, deve ser o administrador a definir a própria remuneração, ainda que careça de aprovação da AG, contradizendo novamente o previsto no CSC. Assim, entendemos ser mais indicado serem os acionistas a definir a política remuneratória, que segundo aquela Lei, parecem vedados de fazer.

Ora, o n.º 2 do Art. 26.º-B do CVM veio dar resposta quanto à consequência de uma não aprovação da política remuneratória por parte da AG, tema relativo ao qual a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho era omissa⁸⁴, dispondo que a “*comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, o conselho de administração, apresenta uma política*

⁸³ Destacamos a exigência de informação quanto aos métodos utilizados para determinar se os critérios de *performance* que despoletam o pagamento de remuneração variável dos administradores foram efetivamente cumpridos, os períodos de diferimentos da remuneração variável conferida aos administradores e o maior detalhe nas exigências informativas em caso de remuneração com base em ações. Sendo que estes constituem temas sensíveis e, bem assim, se inserem em modalidades de remuneração variável, que mal estruturadas contribuirão para o desalinhamento de interesses, consideramos pertinente chamar à atenção das sociedades destes riscos.

⁸⁴ CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, *ob. cit.*, p. 334.

de remuneração revista na reunião da assembleia geral seguinte, quando a sua proposta não seja aprovada pela assembleia geral”, depreendendo-se que, durante esse hiato temporal, se manterá a política remuneratória anteriormente em vigor.

Não obstante o exposto, chamamos a atenção para o facto de “[n]o sistema jurídico inglês, o “*say on pay*” não impediu o aumento dos níveis remuneratórios, sendo raras as oposições accionistas às arquitecturas remuneratórias submetidas a escrutínio”⁸⁵. Assim, somos a concordar com a posição defendida por STEPHEN F. O’BYRNE⁸⁶, quando o autor refere que não se afigura uma necessidade de supervisão da remuneração dos administradores por parte dos acionistas, se forem estabelecidos os incentivos corretos para os administradores produzirem um bom desempenho. Acrescenta ainda que na prática, o que se verifica é que os administradores não possuem incentivos suficientes que os faça prosseguir os interesses dos acionistas, onde considerarmos encontra-se a chave para a resolução dos problemas de agência. O autor demonstra ainda que 3/4 dos investidores institucionais (*i.e.* os acionistas), ao exercer o seu voto nesta matéria, fá-lo de uma forma pouco informada e justa, comparativamente a um investidor médio. Faz menção ainda ao facto de grande parte investidores se concentrarem no curto-prazo, sendo o seu voto mais sensível a prémios indexados a resultados de curto prazo, ao invés de se focarem no alinhamento remuneratório e custos a longo prazo.

Assim, independentemente de entendermos que o *say on pay* aporte as melhores intenções no que concerne o alinhamento de interesses, reiteramos que um voto de carácter somente consultivo por parte da AG de acionistas, possa ser mais benéfico⁸⁷. Acresce que, um voto de carácter consultivo não contribuirá para a diminuição da autoridade da Comissão de Remunerações⁸⁸. Com efeito, concluímos que a comissão de remunerações, pela sua potencial independência e especialização, será a entidade com melhores argumentos para fixar a política remuneratória. Um potencial voto de carácter vinculativo por parte da AG de acionistas iria acabar por lhe retirar esse poder, que consideramos em mãos mais seguras, se conferido à comissão de remunerações, uma vez

⁸⁵ SIMÃO, Jorge Carita, “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, *ob. cit.*, p. 812.

⁸⁶ O’BYRNE, Stephen F., “*Say on Pay: Is It Needed? Does it Work?*”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (January 25, 2018), disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/25/say-on-pay-is-it-needed-does-it-work/>.

⁸⁷ Note-se que o direito europeu não permite tal opção. A este respeito, *vide* o disposto no n.º 2 do Art. 9.º-A aditado à Diretiva 2007/36/CE pela Diretiva (UE) 2017/828, de 27 de maio de 2017..

⁸⁸ AUSTIN CAMPBELL, Stephanie, *Do Shareholders Say-on-Pay Impact CEO Pay?*, (July 25 2022), p. 13.

que a AG de acionistas poderá ser tendenciosa aquando da tomada de decisões nesta matéria e tomar decisões com base em emoções.

2.4. Práticas remuneratórias em Portugal

Aqui chegados, e apesar de reconhecermos a relevância da discussão teórica e doutrinária nesta matéria, cumpre agora aferir da aplicabilidade prática dos temas abordados e do seu acolhimento em algumas sociedades nacionais de referência. Visto ser na prática que residem os verdadeiros problemas, caso assim não fosse, tampouco haveria relevância em discutir o tema, pelo que nos parece que uma análise empírica à prática societária portuguesa, poderá aportar maior substância à discussão, na qual veremos o que foi efetivamente implementado.

Assim, neste ponto iremos analisar a informação disponibilizada por 5 sociedades a respeito da competência para a fixação da remuneração dos administradores executivos. Face à necessidade de divulgação de informação mínima nesta matéria imposta às sociedades cotadas pelo Regulamento da CMVM n.º 4/2013, o acesso à informação destas sociedades foi facilitado, já o mesmo não se verifica quanto às sociedades não cotadas. Ainda assim, não foi impossível, pelo que iremos proceder à análise de 4 empresas cotadas em bolsa e de 1 que não assume essa natureza.

Desta feita, procurámos escolher sociedades inseridas em diferentes setores de atividade e com diferentes dimensões, por forma a recolher uma amostra mais abrangente que nos permitirá ter consciência dos impactos destes diferentes vetores. Ademais, ao termos recolhido informação com referência a uma sociedade não cotada, permite-nos também perceber quais as práticas adotadas quando não se verifica qualquer imposição nesta matéria⁸⁹, salvo o disposto no CSC.

Assim, a presente análise⁹⁰ procurará focar-se no eventual cumprimento e adoção de boas práticas de *corporate governance* e, bem assim, no acolhimento das recomendações do CGS do IPCG em matéria de competência para fixar a política remuneratória os administradores.

⁸⁹ As sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado terão de respeitar o disposto nos Art.ºs 26.º-A e ss. do CVM.

⁹⁰ Cumpre frisar que a análise empírica que nos propomos a realizar abarca apenas uma ínfima fracção do tecido empresarial português, não sendo, como tal, uma análise revestida de minuciosidade e rigor, nem tampouco tencionamos retirar conclusões generalizadas. Embora portuguesas, as sociedades por nós escolhidas são de dimensão considerável, pelo que não espelharão a realidade do meio português nesta matéria, em especial no que diz respeito à disponibilidade financeira para adotar certas práticas.

As sociedades objeto da nossa análise serão a Jerónimo Martins, SGPS, S.A. e a NOS, SGPS, S.A. (enquanto sociedades de maior dimensão), a Brisa Auto-Estradas de Portugal, S.A. (enquanto sociedade não cotada em bolsa), a Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD. e a Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A. (enquanto sociedades que entendemos ser de menor dimensão face às duas primeiras)⁹¹. Em conformidade com aquilo que é a realidade portuguesa, estas são sociedades que dispõem de um capital social concentrado.

No decorrer da presente análise, será nosso objetivo dissociar determinados indicadores transversais a todas as sociedades e assim compreender as opções tomadas. Desta forma, iremos aferir se as sociedades em causa delegam a competência de fixação da remuneração dos administradores a uma comissão de remunerações, por quantos membros a mesma é composta, por quem é composta, se esta padece de independência face ao Conselho de Administração, se os seus membros acarretam experiência na matéria, se recorrem a serviços de consultoria externa no exercer das suas funções e, por fim, se a AG de acionistas dispõe do poder de aprovar a política remuneratória.

Após encetada a análise, foi possível concluir que todas as sociedades em apreço constituíram uma comissão de remunerações, sendo esta a responsável pela definição da política remuneratória dos administradores. No que concerne o número de membros que a compõem, todas as sociedades apresentam uma composição plural, embora a NOS⁹² e Lisgráfica⁹³ não apresentem número suficiente que garanta o princípio da maioria, não permitindo estabelecer uma correlação com a sua dimensão e disponibilidade financeira nesta matéria. Quanto à independência da comissão face ao Conselho de Administração, todas as empresas se encontram a cumprir este requisito, dado que apesar de 3 dos membros da comissão da Brisa atuarem simultaneamente como vogais desse Conselho⁹⁴, estes assumem a função de administradores não executivos.

Chamamos à atenção para o facto de, tanto a Jerónimo Martins⁹⁵, como a NOS⁹⁶ disporem de um membro que outrora desempenhou funções de administrador na sociedade, que apesar de serem independentes, podem ver o seu julgamento deturpado

⁹¹ Dada a particularidade e regulação específica do setor, optámos por não incluir qualquer sociedade do setor financeiro.

⁹² Relatório Anual Integrado de 2021 da NOS, p. 315.

⁹³ Relatório e Contas de 2021 da Lisgráfica, p. 36.

⁹⁴ Relatório Integrado de 2021 da Brisa, pp. 95 e 102.

⁹⁵ Relatório e Contas de 2021 da Jerónimo Martins, pp. 213 e 214.

⁹⁶ Relatório Anual Integrado de 2021 da NOS, p. 315.

por antigas relações. Cumpre ainda mencionar a presença de um membro do Conselho Fiscal na comissão de remunerações do Sport Lisboa e Benfica⁹⁷, embora não vejamos qualquer problema de isenção nesta situação.

Ainda a respeito dos membros que compõem a comissão de remunerações, de forma geral, estes correspondem a indivíduos que possuem conhecimento e experiência nestas matérias, conforme recomendava o CGS da CMVM de 2013 e com o qual concordamos. Destaque para o facto de nenhuma destas comissões ter recorrido a serviços externos de consultoria, o que poderá demonstrar que, sendo estas comissões compostas por membros com conhecimento, resulte nessa desnecessidade. Pode igualmente significar que estas sociedades não considerem este serviço necessário face à verba que teriam de despendar. Por fim, depreende-se que todas estas comissões devem submeter uma proposta de política remuneratória à aprovação da AG de acionistas -o que não nos surpreende visto que apenas 1 destas sociedades não é cotada em bolsa e o disposto no Art. 26.º-B do CVM exige isso mesmo, materializando assim o *say on pay*, conforme melhor se detalha *infra*:

⁹⁷ Relatório e Contas de 2021 da Sport Lisboa e Benfica, pp. 5 e 77.

Tabela n.º 1 - Competência para a Fixação da Remuneração dos membros do Órgão de Administração

Competência para a Fixação da Remuneração dos membros do Órgão de Administração							
Sociedade	Comissão de Remunerações	N.º de Membros	Composição	Independência face ao C.A.	Conhecimento/Experiência na Matéria	Contratação de Serviços de Consultoria	Say on Pay
Jerónimo Martins	Sim	3	1 antigo administrador da sociedade, 1 Diretor de Recursos Humanos noutra sociedade e 1 dirige a sua própria empresa	Sim	Sim	Não, mas Comissão dispõe dessa possibilidade	AG aprova a proposta de política remuneratória apresentada pela Comissão/Presidente da Comissão marca presença na AG
NOS	Sim	2	1 antigo membro do C.A. da sociedade e atual membro do C.A. do acionista controlador (sociedade que detém 52,15% do capital da NOS) e 1 membro com vasta experiência área de Recursos Humanos	Sim	Sim	Não, mas Comissão dispõe dessa possibilidade	AG aprova a proposta de política remuneratória apresentada pela Comissão/Membros da Comissão marcam presença na AG a fim de prestar informações
Brisa	Sim	5	3 do membros atuam simultaneamente como Vogais do C.A., 1 membro integra igualmente a Comissão de Remunerações da EDP e 1 membro exerce funções de gestão numa empresa estrangeira	Sim	Sim	Não, mas Comissão dispõe dessa possibilidade	AG aprova a proposta de política remuneratória apresentada pela Comissão
Sport Lisboa e Benfica	Sim	3	1 membro do Conselho Fiscal, que simultaneamente detém ações na sociedade (participação irrisória), 2 representantes de cada um dos maiores detentores de capital	Sim	Sim	Não, mas Comissão dispõe dessa possibilidade	AG aprova a proposta de política remuneratória apresentada pela Comissão/Membros da Comissão marcam presença na AG a fim de prestar informações
Lisgráfica	Sim	2	1 membro que exerce funções na Ordem dos Economistas e que, previamente, já tinha integrado a Comissão de Remunerações da sociedade e 1 membro que exerce funções de gestão numa terceira sociedade	Sim	Sim	Sem informação a este respeito	AG aprova a proposta de política remuneratória apresentada pela Comissão/ 1 membro da Comissão marca presença na AG

Capítulo III – Estrutura Remuneratória

3.1. Critérios utilizados para a determinação da componente variável

Os critérios aplicados na fixação da componente variável da remuneração dos administradores assumem extrema relevância, constituindo o pilar de um pacote remuneratório apropriado à *performance* do administrador. Da mesma forma, aqueles poderão ser o fator diferenciador entre um pacote remuneratório que assegure o alinhamento de interesses e um que não garanta essa conjuntura, visto que certos critérios estabelecidos poderão contribuir para a assunção de riscos desmedidos e para a prossecução de objetivos de curto prazo.

Entre nós, estes critérios encontram-se definidos enquanto tal, na parcela final do disposto no n.º 1 do Art. 399.º do CSC. Em observância deste preceito legal, aquando da fixação da remuneração de cada administrador, deverão ser respeitados dois critérios - as “*funções desempenhadas*” e a “*situação económica da sociedade*”, deixando uma grande margem à autonomia privada de definir demais critérios que considere pertinentes.

De facto, o primeiro critério estabelecido pela lei (*i.e.* as funções desempenhadas pelo administrador) parece-nos sensato numa lógica de proporcionalidade. Efetivamente, o montante auferido por dado administrador deverá corresponder às responsabilidades por este assumidas. Já no que concerne o segundo critério (*i.e.* a situação económica da sociedade), da forma como foi redigido, parece-nos que o legislador pretendeu fazer referência à conjuntura financeira da sociedade no momento exato em que é fixada a remuneração. Não obstante os dois critérios estabelecidos pelo legislador serem de extrema relevância, sendo coerente que a remuneração de um administrador seja proporcional ao contexto financeiro da sociedade, consideramos que o legislador deveria ter tido igualmente em conta a sustentabilidade financeira da sociedade no longo prazo, visto residirem aí os principais problemas.

Face aos poucos critérios atinentes à fixação da remuneração estabelecidos pelo legislador, JORGE CARITA SIMÃO sugere a possibilidade de se acrescentarem outros critérios, tais como: “[a]s habilitações do administrador; as características do mercado; e os resultados efectivamente obtidos⁹⁸”, com os quais tendemos a concordar, visto poderem revelar-se bastante úteis na definição de um pacote remuneratório, ao permitir ter em conta outros critérios que nos parecem elementares de ter em consideração. Focando-nos especificamente na componente variável da remuneração, entendemos que o critério referente às características de mercado, poderá ser especialmente pertinente, dado que o mesmo poderá oferecer alguma proteção à sociedade, face a objetivos atingidos simplesmente pelo facto de o mercado se encontrar numa fase de elevado crescimento, e não pela qualidade da *performance* do administrador. Note-se que a remuneração variável tem subjacente o princípio de *pay for performance*, pelo que se o cumprimento dos objetivos que despoletam o pagamento dessa remuneração decorrer das condições do mercado, seria desprovido de razoabilidade que o administrador o venha a auferir.

Apesar de o CSC não estabelecer qualquer critério associado à sustentabilidade de longo prazo da sociedade, o mesmo não se verifica relativamente ao CGS do IPCG que recomenda que “[t]endo em vista o alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos, uma parte da remuneração destes deve ter natureza variável que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos”

⁹⁸ CARITA SIMÃO, Jorge, “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, *ob. cit.*, p. 814.

excessivos”⁹⁹ (sublinhado nosso). Tendemos a subscrever esta recomendação, uma vez que, embora a remuneração variável se constitua como a ferramenta ideal para a resolução dos conflitos de interesses, temos plena consciência que, qualquer que seja o critério àquela indexado, caso o mesmo não garanta a sustentabilidade da sociedade a longo prazo, terá o efeito exatamente inverso.

Como critérios utilizados para determinar a componente variável da remuneração, podemos encontrar critérios de índole financeira e não financeira, que irão naturalmente depender do setor de atividade em que a sociedade se insere, começando a surgir, cada vez mais, a utilização de critérios relacionados com a responsabilidade social das empresas. Enquanto critérios utilizados¹⁰⁰, é possível verificar que as sociedades recorrem a critérios quantitativos, como à avaliação dos KPI¹⁰¹ indexados ao desempenho da sociedade (financeiros e não financeiros que irão variar consoante a área de negócio em que a sociedade se insere), ao WACC¹⁰², ao grau do crescimento da margem bruta, ao incremento do resultado líquido, ao desempenho da cotação da sociedade no mercado das ações, ao próprio lucro alcançado, a variáveis de desempenho operacional, aos *Earnings per Share* (ou retorno do capital investido), ao EBITDA¹⁰³, ao TSR¹⁰⁴, ao FCF¹⁰⁵, ao crescimento do volume de negócios/vendas, ao EVA¹⁰⁶, entre tantos outros. Como critérios qualitativos, as sociedades recorrem ao próprio desempenho individual dos administradores executivos, à visão estratégica levada a cabo pelos mesmos, à alocação de recursos, à saúde organizacional, à gestão do talento interno e relações estabelecidas *multi-stakeholders*. Conforme *supra* referido, começam a ver-se também

⁹⁹ Recomendação V.2.7. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

¹⁰⁰ Informação retirada do relatório produzido pela Deloitte, “*Insights into executive remuneration at Europe’s largest companies*, (February 2021), disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/tax/deloitte-uk-europe-remuneration-report.pdf>, bem como dos Relatórios e Contas de algumas empresas portuguesas cotadas em bolsa.

¹⁰¹ *Key Performance Indicators*.

¹⁰² Custo de capital de uma sociedade, no qual cada modalidade de capital é ponderada proporcionalmente. Tem como propósito agregar num só número os custos das várias fontes de financiamento a que um projeto irá recorrer. No fundo, traduz-se no custo do financiamento utilizado para a empresa operar.

¹⁰³ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, indicador que possibilita fazer uma análise e comparação objetiva à *performance* e rentabilidade de uma sociedade ou entre sociedades, demonstrando o real lucro das atividades operacionais.

¹⁰⁴ Total Shareholder return, que corresponde a uma métrica usada para aferir da *performance* de ações de sociedades num certo hiato temporal.

¹⁰⁵ *Free Cash Flow*, que corresponde ao fluxo de dinheiro produzido pela sociedade, não obstante da forma como é financiado.

¹⁰⁶ *Economic Value Added*, que se traduz numa métrica de cálculo do valor criado para os detentores do capital.

algumas metas qualitativas que associam o desempenho dos administradores e resultados atingidos com base em indicadores ESG¹⁰⁷.

Nesta matéria, somos a concordar com TIAGO DOS SANTOS MATIAS¹⁰⁸ quando refere que a remuneração e os incentivos a esta associados devem ter por base critérios quantitativos comerciais e económicos e ainda qualitativos, que permitam apreciar o cumprimento da regulamentação aplicável em matéria de remuneração, que estimulem o tratamento imparcial dos clientes e a qualidade dos serviços a estes prestados.

Desta feita, parece-nos pertinente que, qualquer que seja os critérios utilizados na definição da componente variável da remuneração, estes devem ser pré-determinados, por forma a orientar a conduta do administrador. Também vislumbramos algum risco de arbitrariedade, ao serem definidos critérios subjetivos de desempenho do administrador, pelo que não entendemos que tal constitua uma boa e responsável prática de *corporate governance*¹⁰⁹.

Ora, uma componente variável da remuneração alicerçada em critérios mal esboçados, poderá, ao invés de cumprir o objetivo de alinhamento de interesses, acabar por servir de incentivo à prossecução de resultados de curto prazo, o que seria prejudicial para a saúde financeira da sociedade a longo prazo. Assim, reiteramos que os critérios para a atribuição da remuneração variável deverão salvaguardar os interesses de longo prazo da sociedade e, bem assim, a sua sustentabilidade¹¹⁰, o que nos parece alcançável através do diferimento no tempo das metas impostas nesses critérios.

3.2. Limites legais e recomendatórios à autonomia privada

Em matéria de estrutura remuneratória, estipula o CSC que a “[r]emuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula

¹⁰⁷ *Environmental, Social and Governance*.

¹⁰⁸ MATIAS, Tiago dos Santos, “Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento”, *ob. cit.*, p. 329.

¹⁰⁹ Dispõe a al. b) do n.º 3 do Art. 26.º-C do CVM, que quando for prevista a atribuição de remuneração variável, a política remuneratória da sociedade deve indicar “[o]s métodos a aplicar para determinar em que medida os critérios de desempenho foram cumpridos”.

¹¹⁰ Neste sentido, *vide* o disposto na al. a) do n.º 3 do Art. 26.º-C do Código dos Valores Mobiliários.

do contrato de sociedade”¹¹¹. O preceito, permite então que os administradores auferam uma remuneração certa ou, em parte, uma parcela dos lucros resultantes da atividade societária, desde que respeitando os limites impostos pelo deste preceito legal, o que se aplica igualmente às sociedades que adotem o modelo dualista por via do disposto no Art. 429.º do CSC¹¹². Relativamente aos limites impostos à modalidade de lucros de exercício com natureza de remuneração variável, dispõem os n.ºs 2 e 3 do preceito supramencionado que, “[a] percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade” e que essa dita percentagem “[n]ão incide sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos accionistas”¹¹³, sendo este regime diretamente aplicável aos modelos de governo clássico e anglo-saxónico¹¹⁴. Desde logo, é possível notar que o legislador optou por conferir uma grande margem à autonomia privada societário aquando da definição da estrutura remuneratória dos administradores, não interferindo com a composição quantitativa da remuneração.

Subsequentemente, face à redação do n.º 1 do Art. 399.º do CSC, poderia debater-se o facto de ser permitido um administrador auferir exclusivamente uma remuneração de tipo variável. No entanto, ao ser usada a expressão “parcialmente”¹¹⁵, parece-nos que o legislador teve o intuito de que não se verificasse essa situação. Embora não se encontre expressamente prevista essa impossibilidade, fazendo uma interpretação *a contrario*, consideramos que a vontade do legislador foi a de afastar o cenário de uma remuneração totalmente variável. Por outro lado, um administrador dispor de um pacote remuneratório composto na íntegra por uma componente fixa, é admissível segundo a lei, sendo que, por norma, como beneficiários destes pacotes encontramos administradores não executivos¹¹⁶. Neste cenário, entendemos que o legislador atuou corretamente. Assim, na nossa ótica, uma política remuneratória sólida deverá ser composta por um equilíbrio

¹¹¹ Art. 399.º, n.º 2 do CSC.

¹¹² CÂMARA, Paulo, “Remuneração” in *Código do Governo das Sociedades Anotado* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, (2012), p. 183.

¹¹³ Neste sentido, *vide* Arts. 33.º n.º1 e 294.º n.º 3, ambos do CSC. Antes de serem distribuídos lucros de exercício em benefício do administrador é imperativo ter em consideração os prejuízos transitados que carecem de cobertura, a formação ou reconstituição de reservas legais ou estatutárias e a prioridade na participação dos lucros dos acionistas.

¹¹⁴ MENEZES CORDEIRO, António (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª edição, Almedina, (2010), p. 978.

¹¹⁵ Art. 399.º, n.º 2 do CSC.

¹¹⁶ Neste sentido *vide* a Recomendação V.2.10. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020, onde é aconselhado que “[a] remuneração dos administradores não executivos não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor”.

ideal entre estas duas vertentes de remuneração. Isto porque, se o administrador auferisse apenas uma remuneração fixa, não teria incentivos para exercer a sua gestão de uma forma otimizada, tampouco se encontraria incentivado a ter em conta os interesses dos sócios. Já uma componente exclusivamente variável, poderá acarretar certos riscos¹¹⁷ para a sociedade e para os sócios.

Adicionalmente, atentando ao disposto no n.º 2 do Art. 399.º do CSC, parece-nos que a redação estabelecida pelo legislador teve como intenção que as empresas, ao fazer uso da componente variável da remuneração, que recorressem somente à modalidade de percentagem dos lucros de exercício. Não obstante, constata-se na prática, que as sociedades recorrem a outras modalidades de remuneração variável, sendo estas inclusive estudadas pela doutrina e aceites pelo *soft law*¹¹⁸, pelo que a opção por diferentes modalidades nos parece ser pacífica.

Cumprir referir que, o conteúdo dos Arts. 399.º e 429.º do CSC, dependendo do modelo de governo societário adotado, não pode ser derogado, quer por deliberação social, quer por meio do contrato de sociedade, incorrendo nesse caso no vício de nulidade [Arts. 56.º, n.º 1 al. d) e 411.º, n.º 1, al. c), ambos do CSC]. Refira-se que estas normas que revestem carácter imperativo.

Face à carência de disposições legais, especialmente a respeito da componente variável, dado os riscos a esta associados, o CGS do IPGC contém algumas recomendações¹¹⁹, tendo como princípio base: “[o]s administradores devem receber uma compensação: i) que retribua adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; ii) que garanta uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas e promova a atuação sustentável da sociedade; e iii) que premeie o desempenho”¹²⁰. Assim, é recomendado que uma parcela da remuneração tenha natureza variável diretamente conectada ao desempenho sustentado da sociedade e que não seja propensa à assunção de riscos

¹¹⁷ Um administrador na demanda por ganho pessoal proveniente de bónus de resultados, poderá ter tendência para assumir riscos desnecessários para a sociedade ou até tomar decisões que geram resultados bastante positivos para a sociedade a curto-prazo, mas que a longo-prazo poderão ser prejudiciais para a sustentabilidade da mesma.

¹¹⁸ A Recomendação V.2.9. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020 refere a modalidade de remuneração variável dos planos de ações.

¹¹⁹ Estas recomendações assumem a natureza de normas de *soft law*, pelo que, por si próprias, não dispõem de força jurídica obrigatória.

¹²⁰ Princípio V.2.B. do CGS da IPGC de 2018, revisto em 2020.

desnecessários¹²¹, densificando ainda que “*uma parte significativa da componente variável deve ser parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos, associando-a, necessariamente, à confirmação da sustentabilidade do desempenho*”¹²², numa tentativa de combater o risco de prossecução de resultados de curtos prazo, o que parece indicar um claro propósito de alinhamento de interesses entre administradores e sócios, neste caso a longo prazo, numa ótica de criação de valor para a sociedade por quem desempenha a função de administrador. Também no mesmo sentido, desta feita, especificamente no que concerne a remuneração variável constituída por planos de ações, recomenda o CGS do IPCG que, “[*q*]uando a remuneração variável compreender opções ou outros instrumentos direta ou indiretamente dependentes do valor das ações, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos”¹²³, que funcionará igualmente como um mecanismo de prevenção.

Ressalva-se o limite imposto pela lei, por via do n.º 5 do Art. 403.º do CSC para os *golden parachutes*, que consistem num montante entregue ao administrador com a índole de o compensar aquando da cessação do seu vínculo (maior que o montante a que teria direito nos termos legais)¹²⁴.

Devido à necessidade de proteção dos investidores, o regime referente às sociedades cotadas impõe deveres de disponibilização de informação através da produção de um relatório sobre remunerações¹²⁵ (pode ser substituído por um capítulo no relatório anual sobre o governo societário) cuja substância deverá resultar da congregação de normas legais, regulamentares e da indicação da medida de adoção das recomendações do CGS do IPCG¹²⁶, sendo aqui aplicado o princípio *comply or explain*, pelo que as sociedades em apreço devem seguir as recomendações daquele código e, caso não o façam, devem explicar o porquê da sua não adoção e propor alternativas que garantam os

¹²¹ Recomendação V.2.7. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

¹²² Recomendação V.2.8. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

¹²³ Recomendação V.2.8. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

¹²⁴ PAULO CÂMARA em “*Remuneração*” in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Coimbra, Almedina, (2012), p. 185, referindo-se aos *golden parachutes*, defende que “[e]stas prestações revelam-se problemáticas se consubstanciam prémios em caso de comprovado insucesso na gestão, o que constitui uma anulação de uma estrutura de incentivos equilibrada e alinhada com os interesses de longo prazo dos accionistas. Estas prestações remuneratórias suscitam ainda implicações relevantes em sede do regime das ofertas públicas de aquisição, na medida em que podem aumentar sensivelmente os custos da tomada de controlo por parte do oferente”.

¹²⁵ Art.º 26.º-G, n.º 1 do CVM.

¹²⁶ Através da celebração de um protocolo em 2018 entre a CMVM e o IPCG, este código passou a ser o único código de governo societário.

princípios de bom governo societário¹²⁷. Num passado recente, foi publicada a Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que procedeu à revogação da Lei n.º 28/2009 e veio aditar ao CVM uma secção relativa à política de remuneração patente nos Arts. 26.º-A e seguintes.

Conforme o disposto no Art. 26.º-C do CVM, o conteúdo da política remuneratória de uma sociedade cotada deverá: *“explicar como contribui para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade; (...) descrever as diferentes componentes da remuneração fixa e variável; explicitar todos os bónus e outros benefícios, independentemente da sua forma, que podem ser atribuídos aos membros dos órgãos de administração e fiscalização, e indicar a respetiva proporção; indicar a duração dos contratos ou dos acordos com os membros dos órgãos de administração e fiscalização, os períodos de pré-aviso aplicáveis, as cláusulas de cessação e os pagamentos associados à cessação dos mesmos; indicar as principais características dos regimes de pensão complementar ou de reforma antecipada”*¹²⁸.

Caso seja prevista uma componente variável no pacote remuneratório conferido aos administradores, face ao risco que esta acarreta, o conteúdo da política remuneratória deverá conter igualmente: *“os critérios para a atribuição da remuneração variável, incluindo os critérios financeiros e não financeiros e, se for caso disso, os critérios relacionados com a responsabilidade social das empresas, de forma clara e abrangente, e explica a forma como esses critérios contribuem para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade; os métodos a aplicar para determinar em que medida os critérios de desempenho foram cumpridos; os períodos de diferimento e a possibilidade de a sociedade solicitar a restituição de remuneração variável já entregue”*¹²⁹. Adicionalmente, na eventualidade de ser prevista uma componente variável com base em ações, exige-se que sejam identificados: *“os prazos de aquisição dos direitos; se aplicável, o prazo para a conservação das ações após a aquisição dos direitos; a forma como a remuneração com base em ações contribui para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade”*¹³⁰, denotando-se a especial relevância conferida ao diferimento no tempo desta modalidade de remuneração, por

¹²⁷ Art. 1.º, n.º 3 do Regulamento da CMVM n.º 4/3013.

¹²⁸ Art. 26.º-C, n.º 2 do CVM.

¹²⁹ Art. 26.º-C, n.º 3 do CVM.

¹³⁰ Art. 26.º-C, n.º 4 do CVM.

forma a acautelar os riscos de prossecução de resultados a curto prazo e, conseqüentemente, a degradação da sociedade a médio/longo prazo. Por fim, é referido que a política remuneratória deve incluir “*uma descrição do processo decisório seguido para a sua determinação, revisão e aplicação, nomeadamente as medidas para evitar ou gerir os conflitos de interesses*”¹³¹.

Em face do exposto, conclui-se que a autonomia societária, salvo as imposições legais abordadas, permanece praticamente intocada quanto à escolha da estrutura remuneratória da administração¹³². No contexto das sociedades cotadas, surge um requisito informativo abrangente quanto à estrutura remuneratória e respetivos objetivos, que acaba por pressionar as sociedades a tomar decisões em matérias remuneratórias controversas que, por norma, implicam alguns riscos, especialmente com referência à componente variável. Ora, é sobre estas matérias que o CGS do IPCG procura incidir, oferecendo soluções. Não obstante, as metodologias recomendadas por aquele código não assumem carácter imperativo, bastando que as sociedades cotadas justifiquem o porquê da sua não adoção. Assim, grosso modo, subsiste uma não intromissão do legislador na política de fixação da remuneração e respetiva estrutura adotada.

3.3. Práticas remuneratórias em Portugal

Após uma análise à estrutura remuneratória no plano teórico, cumpre agora aferir a aplicabilidade prática dos temas abordados no presente capítulo. Aqui, iremos proceder a uma análise empírica à prática societária portuguesa a respeito das estruturas remuneratórias implementadas.

A presente análise¹³³ procurará focar-se no eventual cumprimento e adoção de boas práticas de *corporate governance*, bem como no acolhimento das recomendações do CGS do IPCG em matéria de estrutura remuneratória dos administradores, assumindo os mesmos pressupostos da análise realizada no ponto 2.4.. Desta feita, procuraremos aferir que percentagem ocupa a componente variável no pacote remuneratório, quais os critérios

¹³¹ Art. 26.º-C, n.º 5 do CVM.

¹³² Esta afirmação não compreende a realidade das instituições financeiras, visto que estas são alvo de normas específicas não abordadas na presente dissertação.

¹³³ Vide nota de rodapé n.º 86.

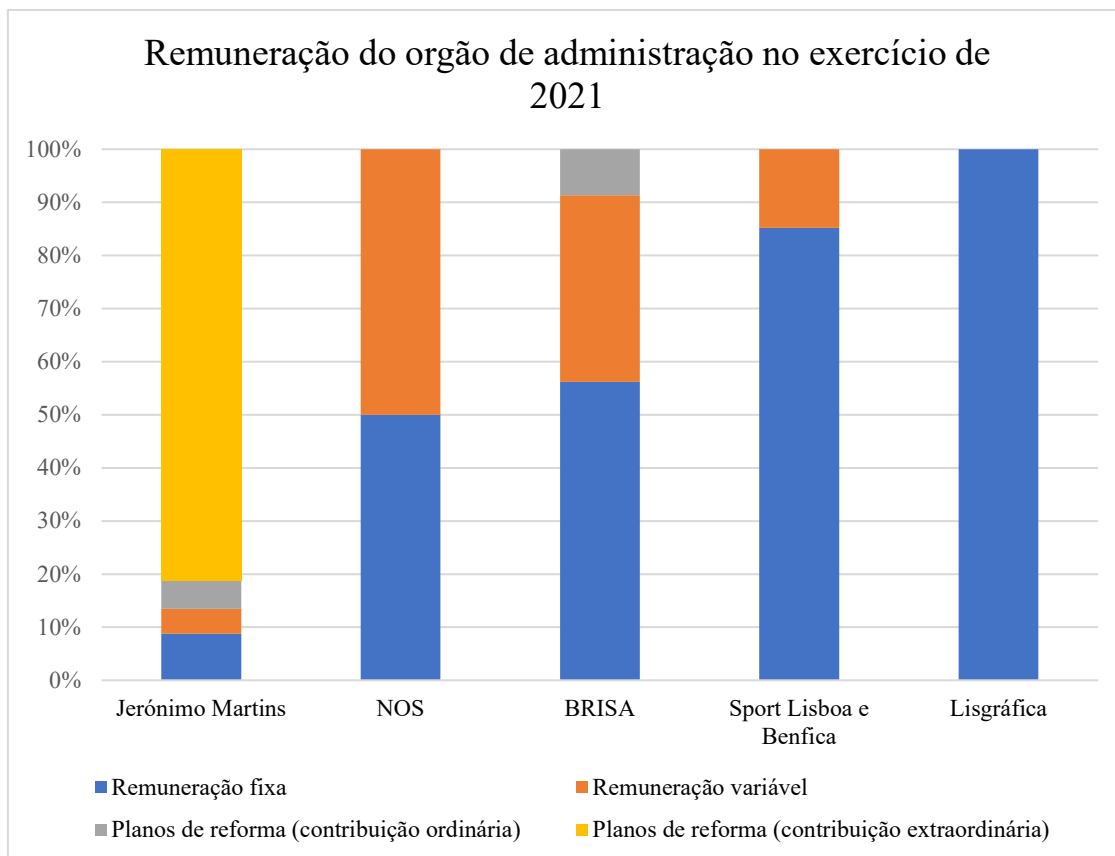
utilizados para definir essa componente e ainda olhar para a estrutura remuneratória em si e perceber quais as modalidades utilizadas.

Após a análise encetada, foi possível concluir que, a generalidade das sociedades analisadas, com exceção da Lisgráfica, segue a Recomendação V.2.7. do CGS do IPCG, ao conferir aos seus administradores executivos uma componente variável na sua remuneração, tendo em vista o alinhamento dos interesses daqueles com os dos sócios¹³⁴. Na grande maioria das sociedades, a componente fixa da remuneração assume um maior relevo¹³⁵, com exceção para a política da NOS, que um peso igual para as duas componentes. Por fim, chamamos à atenção para o montante extremamente expressivo distribuído aos administradores da Jerónimo Martins a título de uma contribuição extraordinária para o plano de reforma.

Gráfico n.º 1- Componentes da Remuneração dos administradores expressas em percentagem

¹³⁴ Informações disponíveis nos Relatórios e Contas e nos Relatórios Anuais Integrados com referência a 2021, das diversas sociedades objeto de análise.

¹³⁵ Com base num *Press Release* relativo a um estudo recente relacionado com a Remuneração de Executivos de Topo realizado pela *Mercer* disponível em: <https://www.mercer.pt/newsroom/estudo-mercet-remuneracao-executivos-de-topo.html>, conclui-se que a remuneração variável representa em termos médios apenas 45% da componente fixa da remuneração dos administradores executivos.



A respeito da componente variável da remuneração, conclui-se que a mesma é determinada em conformidade com critérios pré-estabelecidos pela comissão de remunerações, como são aqueles referido na tabela *infra*¹³⁶. Genericamente, os critérios estão relacionados com a *performance* da sociedade em si, contudo diferem entre sociedades. De salientar que, de um modo geral, estas sociedades conferem relevância ao *benchmarking*¹³⁷. Grande parte dos critérios utilizados correspondem a critérios objetivos, contudo, ainda são empregues indicadores subjetivos, como a *performance* individual dos administradores e aqueles estabelecidos pela comissão de remunerações da Sport Lisboa e Benfica e a Lisgráfica que nos parecem especialmente arbitrários e contrários a uma boa prática de *corporate governance*, visto não orientarem concretamente a atuação do administrador.

Tabela n.º 2 – Critérios utilizados para a definição da componente variável da remuneração

¹³⁶ Informações disponíveis nos Relatórios e Contas e nos Relatórios Anuais Integrados com referência a 2021, das diversas sociedades objeto de análise.

¹³⁷ Indicador a que se recorre como referência da rentabilidade de dada aplicação financeira.

Sociedade	Crítérios utilizados para a definição da componente variável da remuneração dos administradores
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	-Crescimento das vendas -Resultado Líquido -EVA -Gearing (rácio entre a dívida e os capitais próprios) -Performance individual do administrador (a nível de visão estratégica, gestão de talento, alocação de recursos e relações estabelecidas com os diversos stakeholders) -Crítérios ESG
NOS, SGPS, S.A.	-Performance individual do administrador com base num indicador qualitativo -EBITDA -Free Cash Flow operacional consolidado -Net Promoter Score (metodologia de satisfação de clientes que serve para avaliar o grau de fidelidade dos clientes)
Brisa Auto-Estradas de Portugal, S.A.	-EBITDA -EBIT -Resultado Líquido -Return on Equity -Return on Assets
Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD.	-Desempenho desportivo -Desempenho económico -Desempenho financeiro
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	N/A

A componente variável da remuneração pode assumir diversas naturezas. Não obstante, ao observar as práticas adotadas pelas sociedades em análise, destaca-se que a remuneração variável com natureza de quantia monetária é a “modalidade” predominante, sendo outras modalidades muito pouco utilizadas pelas sociedades analisadas¹³⁸. De sublinhar que, os planos de ações, modalidade extremamente vulgar noutros países, em especial nos EUA, não tem qualquer expressão nas estruturas remuneratórias das sociedades analisadas, o que não deixa de nos causar estranheza face à sua capacidade de alinhamento de interesses quando bem configurada e com o diferimento do seu pagamento no tempo¹³⁹.

Os *Golden Parachutes*, demonstrando uma boa prática de *corporate governance* e em cumprimento do disposto no CSC, não encontram qualquer manifestação. Por outro lado, apesar de serem a única modalidade de remuneração variável expressamente prevista na lei, os lucros de exercício constituem uma ferramenta pouco explorada, tendo somente a NOS recorrido à sua utilização.

Por fim, a respeito da temporalização do pagamento da remuneração variável, a nosso espanto, dado constituir uma das recomendações do CGS¹⁴⁰, constata-se que

¹³⁸ Informações disponíveis nos Relatórios e Contas e nos Relatórios Anuais Integrados com referência a 2021, das diversas sociedades objeto de análise.

¹³⁹ Recomendação V.2.9. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

¹⁴⁰ Recomendação V.2.8. do CGS do IPCG de 2018, revisto em 2020.

somente a NOS¹⁴¹ e a Brisa consideram relevante o diferimento por período mínimo de 3 anos de uma parcela da remuneração variável, fazendo-a depender da sustentabilidade do desempenho. Não obstante, as demais sociedades consideram que o esboço da estrutura remuneratória por estas adotado, garante o alinhamento de interesses entre os acionistas e administradores, bem como a sustentabilidade da sociedade a longo prazo. A tabela *infra* permite-nos observar a forma como as 5 sociedades em apreço estruturam a sua política remuneratória.

Sociedade	Estrutura Remuneratória						
	Montante monetário predefinido (<i>Cash</i>)	Percentagem dos lucros do exercício	Planos de reforma	Atribuição de ações	<i>Stock options</i>	<i>Golden Parachutes</i>	Diferimento (de pelo menos uma parte) da remuneração por período mínimo de 3 anos
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.							
NOS, SGPS, S.A.							
Brisa Auto-Estradas de Portugal, S.A.							
Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD.							
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.							

Conclusões

Apoiando-nos na Teoria da Agência, é possível compreender que a remuneração tanto pode contribuir para uma perversão da gestão dos administradores que se vêm “incentivados” a prosseguir condutas oportunistas, como pode constituir um mecanismo

¹⁴¹ A NOS opta por diferir num prazo de 3 anos metade da componente variável da remuneração, cf. o respetivo Relatório Anual Integrado de 2021, p. 317.

para minorar os problemas de agência e promover um alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

Assim, afigura-se difícil estruturar um pacote remuneratório que alinhe os interesses das partes por inteiro, sendo necessário analisar cada situação caso a caso. Não obstante, entendemos que a reformulação dos pacotes remuneratórios deverá caminhar no sentido de indexar os montantes auferidos pelos administradores à sua *performance*, tendo em vista a sustentabilidade da sociedade, demovendo os mesmos de assumir riscos desmedidos e que facilite a atração de administradores competentes.

Apurou-se que as diferentes modalidades da componente variável da remuneração têm impactos diferenciados na mitigação dos problemas de agência. Apesar de uma componente variável da remuneração ser instrumental numa ótica de incentivo a uma boa *performance*, na eventualidade de a mesma não ser desenhada com cautela, será ineficiente e terá o resultado inverso ao pretendido. Neste sentido, o seu diferimento no tempo será crucial para o alinhamento de interesses, garantindo a sustentabilidade da sociedade a longo prazo.

É essencial garantir uma maior independência e especialização ao órgão que define as políticas remuneratórias, concluindo-se que a comissão de remunerações poderá ser indicada para desempenhar esta função, pese embora ainda careça de algumas definições legislativas quanto à sua organização e composição. Caso contrário, corre-se o risco deste processo cair nas mãos de indivíduos demasiado envolvidos na situação, que terão uma dificuldade acrescida em não tomar decisões tendenciosas e emotivas. A partilha de informação nesta sede afigura-se como instrumento essencial para a mitigação dos problemas de agência, facilitando a tomada de decisões fundamentadas e instruídas. Não obstante, parece-nos mais relevante que sejam estabelecidos os incentivos ideias aquando da definição da estrutura remuneratória, do que propriamente qual o órgão competente para a definir.

Sendo os acionistas os mais afetados pelas decisões tomadas, estes não devem ser afastados por inteiro do processo de fixação da remuneração dos administradores, afigurando-se como essencial neste cenário, o *say on pay*, que promove um maior acesso a informação por parte dos mesmos nesta temática. Na nossa ótica, a interferência dos detentores de capital bastar-se-ia com um voto de carácter consultivo, uma vez que um que assuma natureza vinculativa, poderá não ser integralmente imparcial.

Em Portugal, tem vindo a ser possível verificar uma crescente regulação e atenção dadas a esta matéria. A este respeito, destacamos a introdução de uma secção relativa à política de remuneração no CVM e o CGS do IPCG. Não obstante, os problemas de agência, agravados pela remuneração dos administradores, persistem.

A respeito da prática remuneratória das sociedades portuguesa, com base na análise empírica realizada a 5 sociedades, concretamente quanto à competência para a fixação da remuneração, foi possível concluir que, de forma generalizada, aquela é delegada a uma comissão de remunerações com independência do Conselho de Administração, sendo composta por membros com conhecimento na matéria. Destaca-se ainda a materialização do *say on pay*, ao ser a AG de acionistas a aprovar a política proposta pela comissão, o que poderá ser explicado por nos encontrarmos, grosso modo, perante sociedades cotadas, relativamente às quais essa prática constitui uma imposição legal.

No que concerne as estruturas remuneratórias adotadas, subsistem ainda estruturas tradicionais e algo básicas, onde a remuneração fixa ainda assume uma grande expressão, embora a componente fixa constitua prática comum. Recorre-se pouco a modalidades como os planos de ações, o que poderá dever-se ao facto de o preço das ações oscilar muito pouco e pelo volume de transações neste âmbito ser diminuto.

Em matéria de diferimento da componente variável da remuneração, salienta-se que são algumas as empresas que consideram desnecessário um prazo condicionante de 3 anos para o seu pagamento, considerando não necessitarem desse mecanismo para alinhar os interesses dos administradores e acionistas a longo prazo. Ora, esta postura poderá ser explicada pelo facto de se tratar de empresas de capital concentrado e com estabilidade na composição do Conselho de Administração.

Por fim, quanto aos critérios utilizados para definir a remuneração variável, é possível notar que os mesmos são pré-definidos, sendo que estas sociedades, de modo geral, procuram encontrar um balanço ótimo entre critérios quantitativos e qualitativos, não obstante ainda se verificar algum uso de critérios de índole subjetiva. Adicionalmente, cumpre louvar o surgimento de critérios indexados a indicadores ESG, temática que ganha cada vez mais relevância na prática societária.

Assim, salientando que, apenas 5 sociedades constituíram objeto da nossa análise e que as mesmas se inserem em diferentes realidades e setores de atividade (pelo que

terão diferentes necessidades), foi possível observar uma preocupação das sociedades em mitigar os problemas de agência inerentes ao seu funcionamento e fomentar um contexto de alinhamento de interesses através da sua política remuneratória, ao serem adotadas boas práticas de *corporate governance* em matéria de remuneração.

Em face do exposto, cumpre continuar a estudar soluções para os problemas que persistem nesta matéria. A jornada será longa e o caminho estará repleto de obstáculos, mas decerto o legislador irá encontrar a solução que logrará uma otimização do sistema jurídico português, sem deixar de conferir margem de atuação à autonomia privada, de estruturar a sua política remuneratória de acordo com as suas necessidades.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, Volume VI, (2013).

ARAÚJO, Fernando, *Introdução à Economia*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2005).

AUSTIN CAMPBELL, Stephanie, Do Shareholders Say-on-Pay Impact CEO Pay?, (July 25 2022).

BEBCHUK, Lucien and FRIED, Jesse, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation in HUP*, Cambridge, Massachusetts, London (2004).

CÂMARA, Paulo, “A Comissão de Remunerações”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, (2011).

CÂMARA, Paulo, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro: um retrato anatómico*, “Conflito de Interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira”, Almedina (2010).

CÂMARA, Paulo, “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (abril-junho de 2010).

CÂMARA, Paulo, “Remuneração” in *Código do Governo das Sociedades Anotado* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, (2012).

CAMPOS, Ana Rita Almeida, *Comissões Especializadas, Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, (2012).

COFFEE, John C, *A theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe differ*; Columbia Law and Economics, Working Paper n.º 274, (March 2005).

FERNANDES DE OLIVEIRA, António, “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 19, (dezembro 2004).

DE ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina (2010).

DE ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades*, Almedina (2010).

DE OLIVEIRA, António Fernandes, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações*, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 19 (dezembro 2004).

DELOITTE, *“Insights into executive remuneration at Europe’s largest companies, (February 2021).*

ENGRÁCIA ANTUNES, José, *“A comissão de remunerações”*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 9, Volume 17, Almedina, (2017).

FERNANDES, Nuno, *Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members*, ECGI - Finance Working Paper Working Paper n.º 104/2005.

FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper n.º 126/2009.

FRADA, Ana Raquel, *“A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas – Tutela Preventiva e Medidas Ex Post”* in *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, (2013).

GOMES, José Ferreira, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades – A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, Almedina (2015).

GUEDES, Inês Ermida de Sousa, *A Remuneração dos Administradores, Perspetiva a partir da crise de 2008*, Almedina, Coimbra, (2011).

GIÃO, João Sousa, *“Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores”* - *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina (2010).

GOMES, Fátima, *“Remuneração de Administradores de Sociedades Anónimas “Cotadas”, em Geral e no Sector Financeiro, em Particular”* in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, (2011).

GOMES, José Ferreira, *Conflito de Interesses, Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, (2012).

HERRERA-ECHEVERRY, H., HAAR, J., VELASQUEZ GAVIRIA, D., & UPADHYAY, S. *Board Long-Term Orientation, Earnings Management, Disclosure and Risk*, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 31(4), (2020).

JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n.º 4, (1976).

JENSEN, Michael C. and MURPHY, Kevin J. and WRUCK, Eric G., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, (July 12, 2004). Harvard NOM Working Paper n.º 04-28; ECGI - Finance Working Paper n.º 44/20045.

JIANG, Wei and Liu, YUNGUO and LOBO, Gerald J. and XU, Yue, *Deferred Cash Compensation and Risk-Taking: Evidence From the Chinese Banking Industry*, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 53, (2019).

MATIAS, Tiago Dos Santos, “*Notas sobre a Remuneração dos Administradores, Governo Societário e Empresas de Investimento*” in *Administração e Governança das Sociedades* (obra coletiva coord. Paulo Câmara), Coimbra, Almedina, (2020).

MATOS, Pedro Vargas, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, in *Cadernos de Valores Mobiliários*, n.º 33 (agosto de 2009).

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, (2017).

MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de Direito das Sociedades, I: Das Sociedades em Geral*, Almedina (2007).

MENEZES CORDEIRO, António (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.ª edição, Almedina (2010).

MERCER, *Press Release* referente ao estudo de Remuneração de Executivos de Topo (janeiro de 2021).

MILGROM, P. and ROBERTS, J., *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall (1992).

MUSAALI, Miriam, *Directors' remuneration, who should decide?* (January 2009).

NEVES DE ALMEIDA, Fernando, *Retribuições, Prémios e Incentivos*, Actual Editora, (2019).

O'BYRNE, Stephen O., “*Say on Pay: Is It Needed? Does it Work?*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (January 25, 2018).

OLAVO CUNHA, Paulo, *Direito das Sociedades Comercias*, Almedina, (2010).

PEREIRA DA SILVA, Paulo, “*Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e Desempenho das Empresas*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 33, (agosto 2009).

PEREIRA DO NASCIMENTO, Raquel, “*A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 32, (abril 2009).

RIBEIRO, Maria de Fátima, “*Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remunerações*” in Jorge Reis, et al., *Para Jorge Leite – Escritos Jurídicos*, Coimbra Editora, Coimbra, (2014), Volume II.

RIBEIRO, Maria de Fátima, “*Remunerações dos Administradores e Boa Governação das Sociedades: o Acórdão do STJ de 27 de Março de 2014*” in *AB Instantia*, (2005), ano III, n.º 5.

SIMÃO, Jorge Carita, “*A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano II (2010), n.ºs 3 e 4.

