



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A política de remuneração dos administradores das
sociedades cotadas:**

**Impacto da transposição da Diretiva dos Direitos dos
Acionistas II**

Carla Maria Martins Monteiro

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A política de remuneração dos administradores das
sociedades cotadas:**

**Impacto da transposição da Diretiva dos Direitos dos
Acionistas II**

Carla Maria Martins Monteiro

Orientador: Armando Manuel Andrade de Lemos Triunfante

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022

Agradecimentos

Aos meus pais e ao meu irmão, pelo apoio incondicional durante todo o meu percurso académico e também nesta fase de elaboração da presente dissertação.

Ao meu orientador, pela disponibilidade e apoio prestado.

Resumo

A Diretiva 2007/36/CE (conhecida como Diretiva dos Direitos dos Acionistas), foi alterada pela Diretiva (UE) 2017/828 (usualmente designada por Diretiva dos Direitos dos Acionistas II), no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. Entre as matérias introduzidas e/ou alteradas pela Diretiva (UE) 2017/828, está o aumento do controlo dos acionistas sobre a remuneração dos administradores. Com efeito, a Diretiva estipula que as sociedades cotadas devem estabelecer uma adequada política de remuneração dos seus administradores e que esta seja, necessariamente, aprovada pelos seus acionistas. Esta tese foca-se no impacto da transposição dessa Diretiva para a ordem jurídica portuguesa, mais especificamente, na análise crítica das alterações e aditamentos ao Código dos Valores Mobiliários, relativos às novas regras legais de aprovação da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas.

Palavras-chave: política de remuneração dos administradores, sociedades cotadas, direitos dos acionistas, Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, Código dos Valores Mobiliários

Abstract

Directive 2007/36/EC (known as Shareholder Rights Directive), was amended by Directive (EU) 2017/828 (commonly known as Shareholder Rights Directive II), as regards the encouragement of long-term shareholder engagement. The latest Directive stipulates that listed companies must establish an adequate directors' remuneration policy and that this policy must be approved by their shareholders. This thesis focuses on the impact of the transposition of Directive (EU) 2017/828 to the Portuguese legal system, more specifically, in the critical analysis of the amendments and additions to the Portuguese Securities Code, relating to the new legal rules regarding the approval of the remuneration policy for directors of listed companies.

Keywords: directors' remuneration policy, listed companies, shareholders rights, Shareholder Rights Directive II, Portuguese Securities Code

Índice

| | |
|--|----|
| Siglas e Abreviaturas | 8 |
| Introdução..... | 9 |
| 1. A crise, o governo das sociedades e a remuneração dos administradores..... | 11 |
| 2. A Diretiva dos Direitos dos Acionistas II..... | 12 |
| 2.1. Do seu contexto e conteúdo..... | 12 |
| 2.2. Da sua transposição para a ordem jurídica portuguesa..... | 16 |
| 3. A política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas..... | 18 |
| 3.1. O estabelecimento da política de remuneração..... | 18 |
| 3.2. O conteúdo da política de remuneração..... | 19 |
| 3.3. A proposição de uma política de remuneração..... | 22 |
| 3.3.1. A periodicidade do dever de propor uma política de remuneração.. | 26 |
| 3.4. A aprovação da política de remuneração – o papel da assembleia geral..... | 27 |
| 3.5. A divulgação pública da política de remuneração..... | 29 |
| 3.6. A derrogação temporária da política de remuneração..... | 31 |
| 4. O relatório sobre remunerações..... | 32 |
| Conclusão | 37 |
| Bibliografia | 41 |

Siglas e Abreviaturas

Art(s). – Artigo(s)

Al(s). – Alínea(s)

Cit. – citado

CE – Comunidade Europeia

CEE - Comunidade Económica Europeia

CGS - Código de Governo das Sociedades

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

JOUE - Jornal Oficial da União Europeia

N.º (s)- Número(s)

Ob. - Obra

P(p). – Página(s)

S(s). – Seguinte(s)

UE – União Europeia

V. - *Vide*

Vol. – volume

Introdução

A matéria relativa às remunerações dos administradores, particularmente dos administradores das sociedades anónimas cotadas, vem sendo, globalmente, objeto de discussão, sobretudo, desde a crise financeira internacional, iniciada em 2007, que pôs a descoberto a atribuição de avultadas remunerações a administradores de empresas com situações financeiras precárias. Assim, a presente dissertação, começará por fazer uma breve referência a essa crise financeira e aos problemas que estiveram na sua base da sua ocorrência.

Os problemas revelados pela referida crise financeira deram impulso, a nível global, a inúmeras iniciativas em matéria de remuneração dos administradores das sociedades cotadas, com vista a tentar prevenir os problemas que lhes deram causa. Entre nós, foi aprovada a Lei nº 28/2009, de 19 de junho, que estabelecia o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público. Ao nível da União Europeia, a principal iniciativa consubstanciou-se na Diretiva (UE) 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 (usualmente designada por Diretiva dos Direitos dos Acionistas II), relativa aos “incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo”, que veio promover, entre outras medidas, um aumento do controlo dos acionistas sobre as políticas remuneratórias dos administradores das sociedades cotadas e, cujo conteúdo será analisado. Esta Diretiva veio alterar a Diretiva 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007 (conhecida como “Diretiva dos Direitos dos Acionistas”), relativa “ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas”¹ que, por isso, merecerá, ainda que sucintamente, menção neste trabalho. Também, assim, serão mencionadas as iniciativas que antecederam e contextualizaram ambas as Diretivas.

Por fim, far-se-á referência à transposição da Diretiva de 2017 para o ordenamento jurídico português, bem como uma análise crítica às alterações operadas por essa transposição, quer quanto ao regime de aprovação e divulgação da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas, previsto na Lei nº 28/2009, de

¹ Por razões de simplicidade, a Diretiva 2007/36/CE e a Diretiva (UE) 2017/828, serão, em diante, referidas como Diretiva de 2007 e Diretiva de 2017, respetivamente.

19 de junho, quer quanto ao seu impacto no regime de fixação das remunerações desses mesmos administradores, previsto no CSC².

² Esta dissertação não pretende analisar, nem desenvolver as matérias relativas aos deveres fundamentais dos administradores e à responsabilidade civil dos mesmos.

1. A crise, o governo das sociedades e a remuneração dos administradores

A remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais é um tema que assume, sobretudo, a partir da crise financeira internacional, iniciada em 2007³, especial relevo no âmbito do governo das sociedades⁴⁻⁵.

A crise a que aludimos revelou a existência de estruturas remuneratórias – praticadas por empresas, que, na maioria das vezes, se encontravam em situação financeira precária –, frequentemente, baseadas no desempenho a curto prazo e, das quais resultavam, para os seus administradores, remunerações avultadas⁶. Estas situações, reveladoras de práticas inadequadas quanto à gestão e à prevenção de conflitos de interesses⁷, levaram a “repensar a separação entre “propriedade” e “controlo”, típica das sociedades anónimas (particularmente, das sociedades anónimas com grande dispersão de capital, cotadas em bolsa)”⁸ e, bem assim, os problemas que dela podem resultar para a administração dessas sociedades, entre os quais se destacam os chamados “problemas de agência” que, tendo por base a disparidade entre a informação que é conhecida dos acionistas e a informação que é conhecida pelos administradores – permitiram explicar que o distanciamento dos acionistas face às funções de administração, deu azo a que os administradores prosseguissem os seus próprios interesses (maximização das suas

³ No verão de 2007, teve início uma crise financeira internacional, com origem nos Estados Unidos da América, e que ficou conhecida como a “crise do *subprime*”. Na sua base esteve a concessão, desmedida, de empréstimos à habitação a quem não reunia as condições necessárias para os receber. Estava-se perante um cenário que conjugava, por um lado, a falta de regulação e monitorização do crédito por parte das instituições bancárias e, por outro, o excessivo endividamento das famílias, que acabariam por entrar em incumprimento, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 2, 2009, 263-286, pp. 265 e ss..

⁴ JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, n.ºs 3-4, 2010, pp. 795-820, p. 795.

⁵ O governo societário ou governo das sociedades encontra correspondência no conceito anglo-americano *corporate governance*, (muito embora esta correspondência não seja exata, em virtude das diferenças entre os quadros jurídicos anglo-saxónicos - *common law* - e os quadros jurídicos continentais - *civil law*). A *corporate governance*, que teve origem nos Estados Unidos, alargando-se, depois, à escala global, tem na sua base questões relacionadas com a “separação, nas grandes empresas, entre a propriedade (formal) e o controlo”, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *ob cit.*, pp. 274 e ss.; A *corporate governance* procura, por isso, solucionar os conflitos que podem surgir daquela separação, uma vez que os objetivos dos proprietários e os objetivos dos gestores podem não ser, a todo tempo, coincidentes, JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *ob cit.*, pp. 804 e ss.

⁶ JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *ob cit.*, p. 804.

⁷ *Idem*, p. 795.

⁸ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, “Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remunerações”, in *A emergência e o Futuro do Corporate Governance*, Volume Comemorativo do X aniversário do Instituto Português de *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 51-100, p.52.

prestações remuneratórias), em detrimento dos interesses que lhes cabem seguir enquanto administradores de uma sociedade, isto é, os interesses dessa sociedade⁹⁻¹⁰ (a maximização do seu lucro e do seu valor¹¹), os quais serão, em princípio, coincidentes com os interesses dos seus acionistas.

2. A Diretiva dos Direitos dos Acionistas II

2.1. Do seu contexto e conteúdo

A Diretiva (UE) 2017/828, veio, uma década mais tarde, alterar a Diretiva 2007/36/CE¹², no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

A Diretiva de 2007¹³ surgiu na sequência de várias iniciativas da Comissão Europeia, ao longo dos cinco anos que a antecederam¹⁴. No que se refere ao seu âmbito subjetivo, a Diretiva é, como já foi referido, dirigida às sociedades cotadas, “que têm sede social num Estado-Membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-Membro”¹⁵, independentemente de qual seja o seu tipo¹⁶. Quanto ao seu âmbito objetivo, a Diretiva de 2007 veio regular um conjunto de direitos dos acionistas, relacionados com as assembleias gerais das sociedades cotadas acima referidas, mais concretamente, os seus direitos de participação e de voto. Para tal, estabeleceu regras relativas à igualdade de tratamento dos acionistas¹⁷, deveres de informação prévia às assembleias gerais, voto por procuração e, participação nas assembleias gerais através de meios eletrónicos. Esta Diretiva procurou, assim, diminuir o absentismo dos acionistas, facilitando o exercício de

⁹ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p.53.

¹⁰ Ou seja, cumprindo os deveres de cuidado e de lealdade que lhes cabem, enquanto administradores, previstos no art. 64.º do CSC.

¹¹ JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *ob cit.*, p. 804.

¹² Transposta para a ordem jurídica portuguesa pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, mediante alterações e aditamentos ao CVM e, operando alterações pontuais ou de aperfeiçoamento ao CSC.

¹³ A Diretiva de 2007 já tinha, no entanto, sido objeto de alteração pela Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, que “estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento”.

¹⁴ Sobre essas iniciativas, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A Directriz 2007/36, de 11 de Julho (acionistas de sociedades cotadas): comentários à proposta de transposição” in *Revista da Ordem dos Advogados*, 2008, 503-554, pp. 524 e ss..

¹⁵ O n.º 1 do art. 1.º da Diretiva 2007 (na redação original).

¹⁶ Sem prejuízo da isenção facultativa prevista no n.º 3 do art. 1.º da Diretiva de 2007, na sua redação atual.

¹⁷ Desde que, obviamente, “se encontrem na mesma situação no que se refere à participação e ao exercício dos direitos de voto nas assembleias-gerais” (art. 4.º da Diretiva de 2007, na sua redação original, de resto inalterada).

alguns dos seus direitos relacionados com as assembleias gerais. Contudo, da sua versão original, não constaram quaisquer referências ao tema das remunerações dos administradores das sociedades cotadas.

Na verdade, ao nível do direito comunitário e, até à publicação da Diretiva de 2017, a matéria sobre a remuneração dos administradores das sociedades cotadas apenas encontrou expressão em Comunicações e Recomendações da Comissão Europeia¹⁸. Não

¹⁸ Assim é o caso da Comunicação da Comissão Europeia, de 21 de maio de 2003, “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia — Uma estratégia para o futuro”. Esta Comunicação representava a resposta da Comissão ao relatório, intitulado “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades na Europa”, (apresentado, a 4 de novembro de 2002, por um Grupo de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades) e à sua subsequente discussão. No cerne deste relatório estavam questões relacionadas com a modernização do direito e do governo das sociedades a nível da União Europeia. Entre os motivos que justificaram a adoção de novas iniciativas no âmbito do governo das sociedades, estava o restabelecimento da confiança nos mercados de capitais, abalada pelos, então, recentes escândalos financeiros ocorridos nos Estados Unidos (escândalos financeiros das empresas *Enron*, em 2001, e *Worldcom*, em 2002, que tiveram origem em práticas fraudulentas nas respetivas contabilidades). Por estes motivos, a Comissão considerou relevante incluir no seu Plano de Ação, uma proposta especialmente dirigida aos conselhos de administração das sociedades cotadas a nível da União Europeia, no que respeita à sua composição e à remuneração dos seus membros. A Comunicação da Comissão foi, mais tarde, debatida e aprovada no Parlamento Europeu e, as iniciativas propostas em matéria de remunerações concretizaram-se em duas Recomendações da Comissão Europeia. A primeira delas foi a Recomendação da Comissão, de 14 de dezembro de 2004, “relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas”. Esta Recomendação veio reforçar que a remuneração é uma das áreas fundamentais em que os administradores executivos podem cair numa situação de conflito de interesses e, onde devem ser considerados os interesses dos acionistas (Considerando 2). Para que os acionistas estejam em condições de se exprimir plenamente e, destarte, ter controlo eficaz quer sobre a política de remuneração da sociedade, quer sobre a remuneração específica de cada administrador, é necessário que lhes seja fornecida informação, clara, completa e atualizada sobre as mesmas (Considerandos 5 e 7). Por isso, a recomendação prevê como essenciais, a divulgação de uma declaração relativa à política de remuneração dos administradores, que deve ser submetida à votação (vinculativa ou meramente consultiva) da assembleia geral anual dos acionistas e; a divulgação da remuneração específica de cada administrador, quer desempenhe funções executivas, não executivas, ou ainda de supervisão; e, mais tarde, a Recomendação da Comissão, de 15 de fevereiro de 2005, “relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão”. Nesta Recomendação veio incentivar-se, entre outras medidas, a criação, pelas sociedades cotadas, de um comité de remuneração, exclusivamente composto por administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão, devendo a maioria dos seus membros ser independente. O objetivo é que este comité possa desempenhar um papel, pelo menos consultivo, sobre as práticas de remuneração de cada sociedade cotada. Na sequência da crise financeira de 2007 surgiu a Comunicação da Comissão Europeia, de 12 de dezembro de 2012, “Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e sustentabilidade das empresas”, apresentando, como um dos seus objetivos, o fomento da participação dos acionistas, no controlo da política de remuneração dos administradores, especificamente os administradores executivos, das sociedades. Neste mesmo documento, a Comissão comprometeu-se a propor, para 2013, uma iniciativa, possivelmente através de uma alteração da Diretiva Direitos dos Acionistas, que promovesse o aumento da transparência das políticas de remuneração e da remuneração individual dos administradores, e concedesse aos acionistas direito de voto sobre a política de remuneração e o relatório sobre remunerações. Com efeito, a 9 de abril de 2014, a Comissão Europeia apresentou ao Parlamento e ao Conselho uma proposta de revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas: a Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2007/36/CE, no que refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades, a qual, uma vez objeto de diversas discussões e pareceres, só veio a ser assinada pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho a 17 de maio de 2017 e, publicada, no JOUE, a 20 de maio desse mesmo ano.

tirando mérito a essas iniciativas, há que chamar a atenção para o facto de que, apesar da crise financeira iniciada 2007 – cujos efeitos se fizeram sentir não só até ao fim dessa década, mas também durante a segunda década do século XXI, ao longo da qual, foram sendo, gradualmente, resolvidos -, foram precisos dez anos para que a matéria das remunerações fosse, finalmente, regulada num instrumento jurídico vinculativo de direito comunitário.

A Diretiva de 2017, continua a tarefa estabelecida pela Diretiva de 2007, isto é, a diminuição do absentismo dos acionistas, no que toca ao exercício dos seus direitos de participação e intervenção em assembleias gerais. No entanto vem, agora, também, incentivar os acionistas a um envolvimento mais amplo, de longo prazo, na gestão das sociedades. Não procura apenas “eliminar obstáculos ao exercício de direitos relativos a assembleias gerais, mas [ainda] criar incentivos à participação ativa dos acionistas (e demais *stakeholders*) no governo da sociedade”¹⁹.

Assim, a Diretiva de 2017, alarga o âmbito subjetivo da Diretiva de 2007, dirigindo-se não apenas às sociedades cotadas, mas também a intermediários financeiros e a investidores institucionais. Além disso, os acionistas deixam de ser os únicos beneficiários da Diretiva, que também estende aos seus benefícios aos demais *stakeholders*²⁰.

No que se refere ao seu âmbito objetivo, a Diretiva de 2017, veio introduzir a regulamentação de cinco novas matérias relativas: à facilitação da identificação dos acionistas pelas sociedades cotadas, independentemente de aqueles deterem as suas participações diretamente ou por meio de um intermediário; à promoção do envolvimento de longo prazo e ao aumento da transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos; ao aumento da transparência dos consultores em matéria de votação; à introdução de um regime de controlo dos acionistas sobre as transações com partes relacionadas e; ao aumento do controlo acionista sobre a remuneração dos administradores das sociedades cotadas²¹, tema que nos traz aqui.

¹⁹ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, “A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, in PAULO CÂMARA (COORD.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, vol. 2, Almedina, Coimbra, 2019, 29-54, p. 31.

²⁰ *Idem*, p. 31.

²¹ Definidos no, ora, alterado art. 2.º da Diretiva como: “membro[s] dos órgãos de administração, de gestão ou de supervisão de uma sociedade”.

A introdução desta última matéria justifica-se pelo facto de a remuneração ser um dos mais significativos instrumentos de que as sociedades dispõem para harmonizar os seus interesses com os interesses dos seus administradores e, considerando a importância do papel que estes desempenham na vida das sociedades - liderando o plano da gestão, da estratégia e da governação societárias, contribuindo, por isso, para o sucesso da sociedade a longo prazo -, torna-se fundamental que as sociedades estabeleçam uma política de remunerações dos seus administradores, que esta se mostre adequada e que aos acionistas seja dada a possibilidade de sobre ela manifestar a sua opinião²².

Emergem desta alteração à Diretiva de 2007, duas novas temáticas, uma relativa à política de remuneração dos administradores e a outra referente ao relatório de remuneração, constantes dos aditados arts. 9.º-A (“Direito de voto relativamente à política de remuneração”) e 9.º-B (“Informações a fornecer no relatório sobre as remunerações e direito de voto sobre o relatório”), respetivamente.

No que toca à política de remuneração, é de realçar a imposição de um novo dever²³ (previsto no n.º 1 do art. 9.º-A): impõe-se que as sociedades cotadas estabeleçam uma política de remuneração dos seus administradores, e que os seus acionistas, reunidos em assembleia geral, tenham o direito de votar, de forma vinculativa ou de forma meramente consultiva, sobre essa política.

Relativamente ao relatório de remuneração²⁴, surge, também, a imposição de um novo dever²⁵ (previsto no n.º 1 do art. 9.º-B): impõe-se que cada sociedade cotada “elabore um relatório sobre as remunerações claro e compreensível, que proporcione uma visão abrangente das remunerações, incluindo todos os benefícios, independentemente da sua forma, atribuídas ou devidas durante o último exercício a cada administrador”, quer ainda esteja em funções ou não. Prevê-se, também, que este relatório seja submetido, ou ao voto (com carácter consultivo), ou à mera apreciação dos acionistas na assembleia geral

²² Considerando 28 da Diretiva de 2017.

²³ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, pp. 40 e ss..

²⁴ Acerca da previsão deste relatório na Diretiva de 2017, PAULO CÂMARA, “Remuneração e Governo das Sociedades: Uma Nova Agenda”, in *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance*, Vol II, Obra Comemorativa do XV Aniversário do Instituto Português de *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 267-284, p. 283, refere que a previsão, na Diretiva, do “relatório anual sobre remunerações filia-se na prática norte-americana do *Compensation Discussion & Analysis*”.

²⁵ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, pp. 45 e ss..

anual, para que a estes últimos possam aferir da conformidade entre a política de remuneração por eles anteriormente aprovada e a sua efetiva aplicação²⁶.

Impõe-se, ainda, a divulgação e publicação, quer da política remuneratória aprovada, quer do relatório de remuneração. A sua divulgação permite assegurar a transparência do governo da sociedade e garantir a responsabilização dos administradores, caso esteja em causa a veracidade e a completude do relatório por eles elaborado²⁷.

Um estudo mais aprofundado desta matéria (conteúdo da política e do relatório, publicidade, vigência e derrogação) será realizado, de seguida, em concomitância com a análise dos efeitos da transposição desta Diretiva para a ordem jurídica interna e, bem assim, se as alterações ao nosso ordenamento jurídico, na sequência dessa transposição, estão ou não em conformidade com o disposto pela Diretiva.

2.2. Da sua transposição para a ordem jurídica portuguesa

A Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, procedeu à transposição para a ordem jurídica interna da Diretiva em análise - Diretiva (UE) 2017/828, que, lembre-se, não veio substituir, mas apenas alterar a Diretiva 2007/36/CE²⁸.

Com a transposição da Diretiva de 2017 foi revogada a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho²⁹. Esta Lei - entre nós, aprovada, na sequência da crise financeira de 2007 (e, na ausência de um instrumento jurídico vinculativo de direito comunitário nesta matéria) - veio estabelecer o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público, categoria onde se incluíam (e ainda se incluem) as sociedades cotadas³⁰⁻³¹.

²⁶ Considerando 31 da Diretiva de 2017.

²⁷ Considerando 33 da Diretiva de 2017.

²⁸ Os atos oficiais da transposição da Diretiva de 2017 para os ordenamentos jurídicos internos dos restantes Estados-Membros encontram-se disponíveis em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/NIM/?uri=CELEX:32017L0828&qid=1581587359118>

²⁹ Art. 7.º da Lei n.º 50/2020.

³⁰ As sociedades cotadas foram, inicialmente, definidas como entidades de interesse público pela al. a) do art. 2.º do Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de novembro, que criou o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria e, atualmente, pela al. a) do art. 3.º da Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro (alterada pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho e pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro), que aprova o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria.

³¹ Desta lei constava, também, a revisão do regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contraordenacional.

Esta transposição provocou, também, alterações legislativas em diversos diplomas do ordenamento jurídico português, de entre os quais destacamos as alterações e aditamentos ao CVM, o qual passou a consagrar o regime legal da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas³², com o aditamento dos arts. 26.º-A a 26.º-F, relativos à política de remunerações, e do art. 245.º-C – presentemente revogado e “reeditado” pelo art. 26.º-G do CVM³³ -, relativo ao relatório sobre remunerações e, por conseguinte, é sobre eles que nos debruçaremos.

Além disso, o Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* de 2018 (em diante, CGS IPCG 2018)³⁴⁻³⁵, foi - na sequência das alterações legislativas introduzidas pela transposição da Diretiva de 2017, supracitadas - objeto de uma revisão em 2020, “com o intuito de o Código continuar a estabelecer com a lei uma relação de *complementaridade harmoniosa*”³⁶. Tornou-se, por isso, necessário adequar o texto recomendatório³⁷ aos novos preceitos legais do CVM, especificamente, os princípios e as recomendações em matéria de remunerações e em matéria de transações com partes relacionadas³⁸.

³² A matéria sobre remunerações em análise destina-se, não apenas aos administradores, mas também aos órgãos de fiscalização das sociedades cotadas, aos quais não nos vamos, em diante, referir, por não serem eles a quem se dirige o nosso estudo.

³³ Por força da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

³⁴ O CGS IPCG 2018 constitui o único Código de Governo das Sociedades, desde a celebração, em 2018, de um protocolo entre a CMVM e o IPCG. Tal protocolo encontra-se disponível em <https://cgv.gov.pt/o-ipcg/1193-cvm-e-ipcg-celebram-protocolo-de-cooperacao>

³⁵ Note-se que, por força do disposto no n.º 1 do art. 2.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em Portugal encontram-se obrigadas que estão a adotar um código de governo das sociedades. As mesmas sociedades estão, ainda, por força do disposto no art. 1.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, obrigadas a divulgar, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório sobre o governo da sociedade que contenha, entre outros elementos, uma declaração sobre o acolhimento do código de governo das sociedades, de acordo com as al. m) ou n) do art. 29.º-H do CVM.

³⁶ O CGS IPCG 2018, revisto em 2020, p. 6.

³⁷ Tal como se explica no CGS IPCG 2018, revisto em 2020, p. 36, o código de governo das sociedades – que é de adesão voluntária - contém preceitos de caráter meramente recomendatório (característicos da *softlaw*) relativos ao bom governo das sociedades, constituindo um “complemento” ao ordenamento jurídico e cuja observância tem por base a regra *comply or explain* (isto é, caso as recomendações do código de governo das sociedades adotado, não sejam acolhidas, deve fundamentar-se o seu não acolhimento).

³⁸ Note-se que, tal como referem RUI PEREIRA DIAS, MAFALDA DE SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 12, vol. 24, 2020, pp. 57-77, p. 58, na revisão do CGS IPCG 2018, foram apenas consideradas as alterações legislativas relativas às remunerações dos administradores e às transações com partes relacionadas. Apesar de a transposição da Diretiva de 2017, resultar em alterações noutras matérias, essas alterações não foram incluídas na sua revisão de 2020, por não constarem, desde logo, do código de governo das sociedades na sua versão originária (versão de 2018).

3. A política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas

3.1. O estabelecimento da política de remuneração

O CVM começa por estipular que as sociedades cotadas só podem remunerar os seus administradores com base numa política de remuneração aprovada nos termos por ele definidos (art. 26.º-A do CVM³⁹). Por outras palavras, a concreta determinação das prestações remuneratórias dos administradores tem de ter, necessariamente, por base uma política de remuneração que respeite o regime legal relativo ao seu conteúdo, proposição, aprovação, vigência e publicidade.

Embora na “pretensão” de regular o regime de aprovação e divulgação da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas (art. 1.º), o regime legal consagrado pela Lei nº 28/2009, de 19 de junho (agora revogada), visava, expressamente, regular o conteúdo, proposição e “aprovação” de uma declaração sobre a política de remuneração dos administradores⁴⁰ e não a política de remuneração em si mesma (art. 2.º da Lei).

O regime agora previsto no CVM estipula, no n.º 1 do art. 26.º-B, o seguinte:

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, pelo menos de quatro em quatro anos e sempre que ocorra uma alteração relevante da política de remuneração vigente.

Encontra-se aqui consagrado, no que toca às sociedades cotadas - e à semelhança do regime anteriormente vigente⁴¹ – o princípio “say on pay” (n.º 1 do art. 26.º-B), o qual, sucintamente, consiste na submissão periódica, da política remuneratória societária ou de

³⁹ Em conformidade com o disposto no n.º 1 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁴⁰ A lei não oferecia uma definição expressa de declaração sobre a política de remuneração (apenas estatuaía, no n.º 3 do art. 2.º, algumas das informações que dela deviam constar). Por este motivo e, no intuito de delimitar o seu alcance em relação à própria política de remunerações, entendia-se que a declaração sobre a política de remuneração consistia na exposição dos objetivos e explanação da estrutura de base da política de remuneração (nomeadamente, no que toca à determinação da componente variável de remuneração e na relação desta com o desempenho dos administradores), consistindo esta última no conjunto de critérios que interferem na concreta determinação das remunerações, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, pp. 86 e s.; PAULO CÂMARA, “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 2010, pp. 321-344, p. 338.

⁴¹ O princípio “say on pay” encontrava-se previsto no n.º 1 do art. 2.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, segundo o qual, o órgão de administração ou a comissão de remuneração, caso existisse, das sociedades cotadas, submetiam, anualmente, à “aprovação” da assembleia geral uma declaração sobre política remuneratória dos seus administradores.

uma declaração a ela relativa, à votação dos seus acionistas em sede de assembleia geral. A concretização deste princípio nos diferentes sistemas jurídicos, pode variar “designadamente, quanto ao correspondente âmbito, órgão proponente, obrigatoriedade e efeitos jurídicos ligados ao voto accionista”⁴².

3.2. O conteúdo da política de remuneração

A política de remuneração deve ser clara e compreensível e, dela devem, necessariamente, constar (estabelece-se, neste ponto, um conteúdo mínimo) a descrição das diferentes componentes da remuneração fixa e variável; a explicação de como as condições de emprego e de remuneração dos trabalhadores da sociedade foram tidas em consideração quando essa política foi estabelecida; a explanação de todos os bónus e outros benefícios que podem ser atribuídos, independentemente da sua forma e, indicando a respetiva proporção; a indicação da duração dos contratos ou dos acordos com os membros dos órgãos de administração, os períodos de pré-aviso aplicáveis, as cláusulas de cessação e os pagamentos associados à cessação dos mesmos; a indicação das características fundamentais dos regimes de pensão complementar ou de reforma antecipada; caso haja lugar à atribuição de remuneração variável⁴³, devem ser identificados os critérios para a sua atribuição (financeiros e não financeiros), os métodos de avaliação de desempenho, os períodos diferimento do seu pagamento⁴⁴ e, a possibilidade de restituição à sociedade da remuneração variável já entregue; caso se preveja a atribuição de uma componente da remuneração com base em ações, devem ser mencionados os prazos de aquisição dos direitos e, se aplicável, o prazo para a conservação das ações após a aquisição dos direitos (os n.ºs 2 a 4 do art. 26.º-C do CVM⁴⁵).

⁴² PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, pp. 324 e ss..

⁴³ Por recomendação do CGS IPCG 2018, “tendo 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 excessivos” (V.2.7). O mesmo Código recomenda também que “a remuneração dos administradores não executivos não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor” (V.2.10.).

⁴⁴ Por recomendação do CGS IPCG 2018, “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, nos termos definidos em regulamento interno da sociedade” (V.2.8.) e, recomenda-se ainda que, “quando 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” (V.2.9.).

⁴⁵ Em conformidade com o disposto nos parágrafos 1 a 3 e 5 do n.º 6 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva 2017.

Ainda quanto ao seu conteúdo, a política de remuneração deve conter a descrição do processo de decisão que levou à sua determinação, revisão e aplicação. Neste ponto, a lei aponta, com caráter exemplificativo, dois casos que devem necessariamente constar da descrição do processo decisório da política remuneratória: as medidas para evitar ou gerir os conflitos de interesses e; caso tenha(m) sido designada(s), o papel da comissão de remunerações ou de outras comissões envolvidas. Prevêem-se, também, os critérios a observar sempre que a política de remunerações seja objeto de uma revisão. São eles: a descrição e explanação de todas as “alterações relevantes” introduzidas e a forma como essas alterações têm em conta, quer as votações e as opiniões expressas pelos acionistas, quer os relatórios sobre ela emitidos, desde a última votação sobre esta política na assembleia geral (os n.ºs 5 e 6 do art. 26.º-C do CVM⁴⁶).

Todas os elementos da política de remuneração devem “contribuir para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade”, devendo ainda constar do conteúdo desta política, a explicação da forma como ela efetivamente contribui para a realização de tais interesses (o n.º 1 e a al. a) do n.º 2 do art. 26.º-C do CVM⁴⁷). Acrescente-se, a este propósito, que os princípios orientadores em matéria de remunerações do CGS IPCG 2018 explicitam que a política de remuneratória dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização “deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados, induzir o alinhamento de interesses com os dos acionistas - tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado - e constituir um fator de desenvolvimento de uma cultura de profissionalização, de sustentabilidade, de promoção do mérito e de transparência na sociedade” (V.2.A.) e que os administradores devem receber uma remuneração que retribua adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; que garanta uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas e promova a atuação sustentável da sociedade e; que premeie o desempenho (V.2.B., aditado pela revisão de 2020).

⁴⁶ Em conformidade com o disposto no parágrafo 6 do n.º 6 do art. 9.º-A, *idem*.

⁴⁷ Em conformidade com o disposto no parágrafo 1 do n.º 6 do art. 9.º-A, *idem*.

Por fim e, à semelhança do legislador comunitário⁴⁸, o legislador português não exigiu que o estabelecimento de um limite máximo de remuneração a atribuir aos administradores devesse constar do conteúdo da política de remuneração.⁴⁹

Face ao disposto, a política de remuneração pode, então, definir-se como “um conjunto de regras substantivas e procedimentais e de objetivos respeitantes às retribuições dos administradores”⁵⁰.

Ora, os elementos que devem, necessariamente, constar do conteúdo da política de remuneração já se encontravam, entre nós, previstos no n.º 3 do art. 2.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho⁵¹, quanto à declaração sobre política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas. O regime atualmente previsto no CVM quanto ao conteúdo da política de remuneração constitui, sobretudo, uma densificação do conteúdo que já devia constar daquela declaração, à exceção da previsão expressa da necessidade de explicar de que forma é que as condições de emprego e de remuneração

⁴⁸ Relativamente a esta opção do legislador comunitário, ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano IX, n.º 3, 2017, pp. 557-585, p. 576, considera “(...) [ser] salutar não se ter cedido à tentação de imposição de um teto máximo remuneratório (ou critérios que o determinem) por via legislativa, reforçando-se apenas uma competência de que naturalmente os acionistas são titulares”.

⁴⁹ Não foi esse o sucedido na Alemanha que, com a transposição da Diretiva de 2017, passou a exigir que a política de remuneração dos membros do órgão de administração das sociedades cotadas contenha o estabelecimento de um limite máximo de remuneração a atribuir aos mesmos - § 87a (1)1. da *Aktiengesetz (AktG)*. Disponível e consultada em: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/

⁵⁰ Tal como escreve, JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 10, vol. 19, 2018, pp. 13-26, p. 14, relativamente ao conteúdo da política de remuneração previsto no n.º 6 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁵¹ Segundo o disposto pelo n.º 3 do art. 2.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, a declaração sobre política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas devia conter, designadamente, informação relativa ao alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses da sociedade; aos critérios de definição da componente variável da remuneração; à possibilidade de diferimento do pagamento da componente variável e; aos mecanismos de limitação da remuneração variável. Também o Código de Governo das Sociedades da CMVM, de 2013 (II.3.3. a II.3.5.) e mais tarde, o CGS IPCG 2018, na sua versão originária, formulavam recomendações acerca de outras informações que deviam também constar da declaração prevista pelo n.º 3 do art. 2.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho. Para esse efeito, o CGS IPCG 2018, na sua versão originária recomendava que a referida declaração sobre a política de remuneração devia também conter as seguintes informações: a remuneração total discriminada pelos diferentes componentes, a proporção relativa da remuneração fixa e da remuneração variável, uma explicação do modo como a remuneração total cumpre a política de remuneração adotada, incluindo a forma como contribui para o desempenho da sociedade a longo prazo, e informações sobre a forma como os critérios de desempenho foram aplicados; as remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo; o número de ações e de opções sobre ações concedidas ou oferecidas, e as principais condições para o exercício dos direitos, incluindo o preço e a data desse exercício e qualquer alteração dessas condições; informações sobre a possibilidade de solicitar a restituição de uma remuneração variável; informações sobre qualquer afastamento do procedimento de aplicação da política de remuneração aprovada, incluindo a explicação da natureza das circunstâncias excecionais e a indicação dos elementos específicos objeto de derrogação; informações quanto à exigibilidade ou inexigibilidade de pagamentos relativos à cessação de funções de administradores (Recomendação V.2.3.).

dos trabalhadores da sociedade foram tidas em conta no estabelecimento dessa política⁵², um tema que, nas últimas décadas, vem suscitando críticas quanto às remunerações dos administradores de uma sociedade e o seu evidente desequilíbrio com as remunerações dos trabalhadores da mesma, desequilíbrio este, que se tornou mais evidente após a eclosão da crise financeira global em 2007⁵³.

São estas as matérias que devem, obrigatoriamente, constar da política remuneratória e sobre as quais os acionistas, reunidos em assembleia geral, devem tomar posição. Tratam-se, contudo, de meras exigências informativas. Assim, desde que a política remuneratória contemple todos os elementos informativos exigidos pela lei - e estes contribuam para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade (como já se referiu) -, as escolhas feitas quanto à concreta configuração material de cada um desses elementos fica na livre disposição de cada sociedade cotada.

3.3. A proposição de uma política de remuneração

Diretiva é omissa quanto à entidade competente para elaborar e propor uma política de remuneração, deixando, por isso, na disponibilidade de cada Estado-Membro a escolha da(s) entidade(s) a quem atribuir essa competência⁵⁴.

O legislador português optou por atribuir tal competência à comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, ao conselho de administração (n.º 1 do art. 26.º-B do CVM). A lei estabelece, assim, claramente⁵⁵, que a competência para propor a política de remuneração apenas caberá ao órgão de administração quando tal comissão não tenha sido designada.

⁵² HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 45.

⁵³ Tal como refere, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, p. 860.

⁵⁴ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 43.

⁵⁵ Na vigência da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, os termos da atribuição desta competência ao órgão de administração ou à comissão de remunerações (embora tratando-se de um dever de apresentação de uma declaração sobre a política de remuneração e não sobre a política de remuneração em si mesma) não eram claros, tanto que, para PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, pp. 335 e s., ainda que na sociedade existisse uma comissão de remunerações, nada impedia que fossem submetidos à aprovação da assembleia geral, dois documentos em matéria de remuneração, um proposto pelo órgão de administração e o outro proposto pela comissão de remunerações. Por outro lado, PAULO OLAVO CUNHA, *ob cit.*, p. 858, entendia já que tal competência apenas seria do órgão de administração caso, na sociedade em causa, não existisse a comissão de remunerações. Este entendimento, permitia, tal como refere MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 87, obviar aos tais perigos de uma eventual dupla competência.

A possível intervenção do órgão de administração em matéria relativa à sua própria remuneração não é, entre nós, novidade.

De facto, no que se refere às sociedades cotadas, o n.º 1 do art. 2.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, atribuía ao órgão de administração ou à comissão de remuneração, caso existisse, das sociedades cotadas, a competência para submeterem, anualmente, à aprovação da assembleia geral, uma declaração sobre política remuneratória dos administradores. Esta solução legal - distinta daquela que já era (e, continua a ser), consagrada no CSC, onde se estabelece que o órgão competente para fixar as remunerações dos administradores é, no modelo clássico, a assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada (o n.º 1 do art. 399.º do CSC) e, no modelo dualista, o conselho geral e de supervisão ou a uma comissão de remuneração por aquele nomeada ou, caso o contrato de sociedade assim o determine, a assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por esta nomeada (art. 429.º do CSC) - veio introduzir, na nossa ordem jurídica, a possibilidade de uma eventual intervenção do órgão de administração nesta matéria. Assim:

Embora no desenho originário do Código das Sociedades Comerciais, como instrumento preventivo de conflito de interesses, o órgão de administração tenha sido arredado da competência deliberativa na fixação da sua remuneração, a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, vem abrir a possibilidade de, em alternativa à comissão de remunerações, ser a administração a apresentar a declaração obrigatória sobre a política de remunerações, para aprovação pelo colégio de accionistas⁵⁶.

Contudo, o alcance dessa intervenção é, agora, distinto. Repare-se que, o regime legal na vigência da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, apenas conferia ao órgão de administração (ou à comissão de remuneração, caso esta existisse) um dever de submeter, à deliberação dos acionistas, uma declaração sobre a política de remuneração, afastando a sua intervenção relativamente à própria política de remunerações (evitando possíveis conflitos de interesses e, assegurando a imparcialidade na concreta determinação das prestações remuneratórias)⁵⁷. Simplesmente, o n.º 1 do art. 2.º dessa Lei, já mencionado,

⁵⁶ PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, p. 336.

⁵⁷ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, pp. 87 e s.

vinha consagrar um dever⁵⁸ de apresentação de uma declaração sobre a política de remuneração e não um dever de apresentação da própria política de remuneração⁵⁹.

O atual regime legal veio consagrar um dever⁶⁰ de proposição, mas cujo objeto consiste na própria política de remuneração dos administradores. A possível intervenção do órgão de administração versa agora, diretamente, sobre a política que, uma vez aprovada, estará, obrigatoriamente (nos termos do art. 26.º-A do CVM), na base da fixação das remunerações dos seus membros.

Note-se que a possível intervenção deste órgão societário na proposição da política remuneratória pode revelar-se vantajosa. De resto, sendo a remuneração dos administradores uma “matéria tão relevante, do ponto de vista estratégico, para a gestão da sociedade”⁶¹, o conselho de administração, como órgão liderante da gestão das sociedades anónimas⁶², encontrar-se-á mais bem posicionado – pela sua experiência e conhecimento especializado – para “contribuir para a adopção de uma política de remunerações que reflecta a situação da sociedade e as condições de mercado”⁶³.

A possível intervenção do órgão de administração resume-se, pois, à proposição de uma política de remuneração, ficando, portanto, expressamente arredado, de intervir no (necessário) processo de deliberação e aprovação da mesma, tal como acontece quanto à concreta fixação das suas prestações remuneratórias⁶⁴ (recorde-se que, podendo o

⁵⁸ Cujo incumprimento, pelas sociedades cotadas, constituía uma contraordenação muito grave prevista pelo n.º 3 do art. 4.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, e punível nos termos da al. a) do n.º 1 do artigo 388.º do CVM.

⁵⁹ Neste sentido, PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, pp. 333 e ss.; MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 88; ANA RAQUEL FRADA, “A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas Tutela Preventiva e Medidas *ex post*”, Porto, 2011, pp. 23 ss..

⁶⁰ A violação deste dever constitui, atualmente, uma contraordenação grave - consequência menos gravosa do que aquela que era prevista na vigência da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, já mencionada -, prevista e punida nos termos da al. k) do n.º 2 do art. 394.º do CVM.

⁶¹ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, pp. 78 e ss..

⁶² Tal como previsto pelos arts. 373.º, 405.º, 406.º do CSC e, no que concerne ao conselho de administração executivo, pelo art. 431.º do CSC.

⁶³ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 87.

⁶⁴ Que caberá, como já assinalado, no modelo clássico, à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada (o n.º 1 do art. 399.º do CSC) e, no modelo dualista, ao conselho geral e de supervisão ou a uma comissão de remuneração por aquele nomeada ou, caso o contrato de sociedade assim o determine, a assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por esta nomeada (art. 429.º do CSC). Em qualquer dos casos, a fixação das remunerações de cada administrador deve obedecer aos critérios legais do art. 399.º do CSC: ter em conta quer as funções desempenhadas, quer a situação económica da sociedade (n.º1); pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade (n.º2) e; a percentagem referida no número anterior não incide sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos acionistas (n.º3).

administrador ser, também, acionista da sociedade em questão⁶⁵, entendemos que, por forma a evitar um óbvio conflito de interesses, ele não poderá votar na assembleia geral que delibere sobre esta matéria, à semelhança do que se entende quanto à assembleia geral em que se aprove a fixação da remuneração desse(s) administrador(es)⁶⁶).

Posto isto, não se pode deixar de referir que, por forma a que os acionistas se possam exprimir de forma plena e, assim, controlar eficazmente a política de remuneração dos administradores, é indispensável que lhes seja fornecida informação clara, compreensível e atualizada sobre a mesma. É que, como se referiu, o regime legal previsto pelo CVM quanto à política de remuneração, apenas consagra meras exigências informativas, ou seja, exige que certas matérias contem, necessariamente, do conteúdo da política remuneratória, mas não interfere na conformação material dessas matérias. Assim, não se pode afastar a possibilidade de que, quando lhe caiba propor uma política de remuneração, o conselho de administração possa - nomeadamente, quanto haja lugar à atribuição de remuneração variável - propor critérios de atribuição de remuneração variável⁶⁷ que, aparentem ser adequados, mas que, na realidade, premiem a assunção de riscos excessivos (que possibilitem auferir um montante remuneratório mais elevado) e possam revelar-se contrários aos interesses de longo prazo e à sustentabilidade da sociedade em questão.

Por este motivo, é aconselhável que seja designada uma comissão de remunerações à qual se atribuía a competência para propor a política remuneratória - uma vez que se trata de um órgão cujos membros estarão, em princípio, dotados do conhecimento e capacidade necessárias para decidir nesta sede⁶⁸ e, também, por se tratar de um órgão cuja composição deve assegurar a sua independência face à administração, garantindo a imparcialidade nas decisões tomadas em matéria de remuneração dos administradores da sociedade⁶⁹. É, assim, de salutar, a atribuição, agora, expressamente preferencial, à comissão de remunerações, da competência para propor uma política

⁶⁵ Conforme estipulado no n.º 3 do art. 390.º do CSC.

⁶⁶MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 96, entendimento ao qual aderimos. Distintamente, no sentido de que o administrador-sócio não está impedido de votar em deliberação que fixe a sua remuneração, v. JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 85.

⁶⁷ Que devem, obrigatoriamente, constar do conteúdo da política de remuneração (al. a do n.º 3 do artigo 26.º-C).

⁶⁸ Sobre uma possível insuficiência da competência e capacidade da comissão de remunerações em matéria de remuneração dos administradores, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, pp. 82 e ss..

⁶⁹ Para um estudo detalhado sobre a comissão de remunerações, v. PAULO CÂMARA, “A comissão de remunerações”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, 2011, pp. 9-52.

remuneratória, que não nos merece reparos, tal como não merecia, na vigência da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, a propósito da sua possível competência para apresentar uma declaração sobre a política de remunerações (o n.º 1 do art. 2.º dessa Lei), uma vez que “tal solução condiz com a regra de competência deliberativa enunciada no Código das Sociedades Comerciais”⁷⁰ (por força do disposto no n.º 1 do art. 399.º e no art. 429.º, ambos do CSC) e, com as recomendações do CGS IPCG 2018 em matéria de remuneração dos administradores⁷¹.

Em última análise, ainda que o órgão ao qual caiba a competência para propor uma política de remuneração – o órgão de administração ou a comissão de remunerações, como veremos em seguida –, tenha liberdade de conformar materialmente o seu conteúdo, facto é que a última palavra quanto ao conteúdo material da política de remuneração, cabe à assembleia geral de acionistas, que tem o poder de aprovar ou não, com carácter vinculativo (como, mais à frente, desenvolveremos), tal política. Assim, a exigência de que os administradores só podem ser remunerados com base na política aprovada nos termos do CVM, acaba por não interferir na autonomia societária quanto à concreta fixação do *quantum* remuneratório dos administradores da sociedade⁷², estabelecida no CSC, pelo menos, não de forma direta.

3.3.1. A periodicidade do dever de propor uma política de remuneração

A lei impõe, ainda, que a política de remuneração dos administradores seja submetida a aprovação em assembleia geral “pelo menos de quatro em quatro anos e sempre que ocorra uma alteração relevante da política de remuneração vigente” (n.º 1 do art. 26.º-B do CVM⁷³). Repare-se que, segundo a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, a submissão da declaração sobre a política de remunerações, à apreciação em assembleia geral, era anual. O alargamento do prazo mínimo para quatro anos revela-se vantajoso, no sentido de “facilitar à sociedade o desenho de uma política de remunerações a médio

⁷⁰ PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, p. 337.

⁷¹ O CGS IPCG 2018 (revisto em 2020), recomenda que, em sede de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização de uma sociedade, esta constitua “uma comissão de remunerações, cuja composição assegure a sua independência em face da administração, podendo tratar-se da comissão de remunerações designada nos termos do artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais” (V.2.1.). Ainda quanto a esta matéria, o referido Código recomenda também que “a fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão” (V.2.2.)

⁷² Tal como já considerava, ainda da transposição da Diretiva de 2017, ANTÓNIO GARCIA ROLO, *ob cit.*, p. 576.

⁷³ Em conformidade com o disposto no n.º 5 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

prazo, tendo em conta o mandato dos seus administradores”⁷⁴. E, embora seja possível argumentar que a extensão deste prazo possa representar uma diminuição do controlo dos acionistas sobre a política remuneratória⁷⁵, facto é que se trata aqui apenas de um prazo mínimo que não se pode ultrapassar, podendo a proposta de política de remunerações ser submetida à assembleia geral antes de volvidos os quatro anos. Além disso, e seja qual for a periodicidade escolhida para a submissão e aprovação dessa proposta, a lei estabelece que, sempre que a política de remuneração em vigor seja objeto de uma revisão (note-se que, do conteúdo da política de remuneração sujeita a aprovação em assembleia geral, deve contar a descrição do processo decisório seguido caso ela venha a ser revista, particularmente as medidas tomadas “para evitar ou gerir os conflitos de interesses” – n.º 5 do art. 26.º-C do CVM⁷⁶) sejam descritas e explicitadas as “todas alterações relevantes introduzidas e de que forma essas alterações refletem as votações e as opiniões expressas pelos acionistas sobre a política de remuneração, bem como os relatórios previstos no artigo 26.º-G emitidos sobre a referida política, desde a última votação sobre a mesma” (n.º 6 do art. 26.º-C do CVM⁷⁷). No mais, a lei permite, como veremos adiante, que a política remuneratória possa, a todo o tempo, ser temporariamente derogada, desde que estejam em causa os interesses de longo prazo, a sustentabilidade ou a viabilidade da sociedade e sejam especificados os elementos da política que podem ser derogados.

3.4. A aprovação da política de remuneração – o papel da assembleia geral

A política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas está, necessariamente, sujeita a aprovação pelos seus acionistas reunidos em assembleia geral – “say on pay”. A lei, confere-lhes, pois, o direito de, com o seu voto, aprovarem ou não

⁷⁴ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 43. Neste sentido, PAULO CÂMARA, “Remuneração e Governo...”, *cit.*, p. 281, que considera que a periodicidade anual exigida pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho interferia com “um planeamento plurianual” da política de remunerações e que “a coincidência da periodicidade do *say on pay* com a duração do mandato dos órgãos sociais [prevista pela Diretiva de 2017] afigurar-se-ia, *de iure condendo*, como a resposta mais acertada”.

⁷⁵ HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 43, referem que, por outro lado, também se pode argumentar “que a submissão anual permitia um maior controlo pelos acionistas, bem como a confirmação, anual, da política pretendida (tendo em conta também que os acionistas da sociedade podem não ser os mesmos no ano seguinte)”.

⁷⁶ Em conformidade com o disposto no parágrafo 6.º do n.º 6 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁷⁷ Em conformidade com o disposto no parágrafo 6.º do n.º 6 do art. 9.º-A, *idem*.

tal política remuneratória (n.º 1 do art. 26.º-B do CVM⁷⁸) e estabelece que essa deliberação tem carácter vinculativo⁷⁹.

Uma vez que a deliberação dos acionistas é vinculativa, a lei estipula que, caso a proposta apresentada não seja por eles aprovada, “a comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, o conselho de administração, apresenta uma política de remuneração revista na reunião da assembleia geral seguinte (n.º 2 do art. 26.º-B do CVM) e aí, das duas uma: caso ainda não exista uma política de remuneração aprovada pelos acionistas, a sociedade deve continuar a remunerar os seus administradores segundo as práticas remuneratórias existentes (n.º 1 do art. 26.º-F do CVM⁸⁰); caso já exista uma política de remuneração aprovada, a sociedade deve continuar a remunerar os seus administradores segundo a política aprovada existente, uma vez que a lei estabelece que “uma política de remuneração aprovada pela assembleia geral mantém-se em vigor até à aprovação de uma nova política de remuneração” (n.º 2 do art. 26.º-F do CVM⁸¹)⁸².

Recorde-se que a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, estabelecia um dever de apresentação à assembleia geral de uma declaração sobre a política de remunerações. Consequentemente, o objeto da deliberação dos acionistas era a referida declaração e não a política de remuneração em si mesma⁸³, em contraste com regime agora em vigor. Além disso, aquele diploma apenas consagrava o supracitado dever de apresentação de tal declaração, não estipulando qualquer dever de aprovação mesma; no mais, a lei não determinava qualquer consequência para uma possível não aprovação daquela declaração⁸⁴⁻⁸⁵.

⁷⁸ Em conformidade com o disposto no n.º 1 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁷⁹ Em conformidade com o disposto no parágrafo 1.º do n.º 2 do art. 9.º-A, *idem*.

⁸⁰ Em conformidade com o disposto no parágrafo 2.º do n.º 2 do art. 9.º-A, *idem*.

⁸¹ Em conformidade com o disposto no parágrafo 3.º do n.º 2 do art. 9.º-A, *idem*.

⁸² Note-se que é recomendado pelo CGS IPCG 2018 (revisto em 2020) que, na assembleia geral anual e em quaisquer outras cuja respetiva ordem de trabalhos inclua assunto relacionado com a remuneração dos membros dos órgãos e comissões da sociedade, esteja presente o presidente ou, no seu impedimento, outro membro da comissão de remunerações, com o intuito de prestar informações ou esclarecimentos aos acionistas nessa matéria (Recomendação V.2.4., que corresponde à anterior – ou seja, antes da revisão de 2020 - Recomendação V.2.5.)

⁸³ PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, pp. 333 e ss..

⁸⁴ *Idem*, pp. 334 e ss..

⁸⁵ Sobre o entendimento da doutrina quanto às consequências – de certo modo, semelhantes às do regime previsto agora no CVM - de uma não aprovação da declaração sobre a política de remuneração pela assembleia geral de acionistas, na vigência da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, v. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, pp. 88 e s..

Atente-se, ainda, no facto de que, no que toca ao carácter vinculativo da deliberação dos acionistas, o legislador português foi mais exigente que o legislador comunitário. Com efeito, e tal como já se referiu, a Diretiva de 2017 apresentou a possibilidade de os Estados-Membros atribuírem a esta deliberação um carácter meramente consultivo⁸⁶, hipótese esta que, sem surpresa⁸⁷, não foi acolhida pelo nosso legislador.

Cabe, pois, notar que, apesar de o princípio “say on pay” já se encontrar, no que refere às sociedades cotadas, entre nós, consagrado na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, a concretização deste princípio assume, no regime agora previsto no CVM, distintos contornos – poder-se-á dizer que vai mais longe -, estipulando expressamente a necessidade de aprovação, vinculativa, da proposta de política de remuneração, pelos acionistas em assembleia geral⁸⁸.

Contudo, e ainda que o “say on pay” se encontre, atualmente, entre nós, configurado nestes termos - e que, portanto, constitua um maior incentivo à intervenção dos acionistas na conformação da política remuneratória dos administradores (com base na qual se fixam as remunerações dos mesmos) - “nada indica que [no âmbito da dessa sua intervenção], os acionistas (muitas vezes orientados para objetivos de curto-prazo) tenham grandes incentivos em diminuir a remuneração dos administradores”⁸⁹⁻⁹⁰.

3.5. A divulgação pública da política de remuneração

O art. 26.º-E do CVM⁹¹ estabelece a obrigação de as sociedades cotadas divulgarem publicamente a política de remuneração - imediatamente após a sua

⁸⁶ O n.º 3 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁸⁷ Ainda antes da transposição da Diretiva de 2017, HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 42, comentaram que, tendo em consideração “o regime já existente em Portugal, na Lei n.º 28/2009, e face ao regime geral previsto para as assembleias de acionistas no Código das Sociedades Comerciais, não se antecipa que esta [referindo-se à deliberação meramente consultiva prevista na Diretiva de 2017] seja uma opção que venha a ser transposta para Portugal”. Adiantaram, ainda, que se essa opção fosse acolhida, ela “representaria um recuo face ao regime atual, colocando-se, ainda, a questão de que em que termos seria prevista uma votação em assembleia geral de acionistas de uma sociedade anónima de carácter meramente consultivo”.

⁸⁸ ANTÓNIO GARCIA ROLO, *ob cit.*, p. 576.

⁸⁹ *Idem*, p. 576.

⁹⁰ A este propósito, e referindo-se à consagração do “say on pay” na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, p. 322 e s., explicava que “no sistema jurídico inglês, o *say on pay* não logrou impedir o aumento dos níveis remuneratórios, sendo raras – e predominantemente concentradas em empresas de pequeno porte – as oposições accionistas às arquitecturas remuneratórias submetidas a escrutínio”.

⁹¹ Em conformidade com o disposto no n.º 7 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

aprovação - no sítio da Internet da sociedade, acompanhada dos resultados da votação e da data da sua aprovação em assembleia geral (estipulando, também, que a política de remuneração permanece disponível ao público, gratuitamente, pelo menos enquanto se mantiver em vigor⁹²).

O art. 3.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho (agora revogada), previa a obrigação de as sociedades cotadas divulgarem publicamente, no relatório anual sobre o governo das sociedades, (regulado no art. 245.º-A do CVM, presentemente revogado e “reeditado” no art. 29.º-H do CVM⁹³) quer o montante anual de remuneração auferida pelos membros dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade cotada (de forma individual e agregada), quer a política de remuneração desses mesmos órgãos, após a sua aprovação em assembleia geral⁹⁴. Repare-se, entanto, que o enunciado do art. 3.º se referia à obrigação de divulgação da política de remuneração “aprovada nos termos do artigo anterior”. Ora, o objeto da deliberação do art. 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, era, como já enunciado, uma declaração sobre a política de remuneração e não a própria política de remuneração. Assim, defendia-se que o objeto da obrigação de divulgação era também essa declaração e não a política de remuneração em si mesma⁹⁵. Este entendimento permitia obviar aos riscos que poderiam resultar da obrigação de divulgação pública da política de remuneração. Assim:

(...) uma interpretação declarativa da norma em causa [referindo-se ao art. 3.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho] leva a que as empresas possam estar obrigadas à divulgação de dados reveladores do seu segredo comercial, ou seja, de informação reservada, cuja publicidade pode implicar o conhecimento, por parte de empresas concorrentes, de informações que lhes permitam uma actuação mais agressiva no mercado; por conseguinte, o cumprimento estrito dessa obrigação pode causar danos às empresas a que ela se dirige, eventualidade que a ratio da norma não justifica⁹⁶.

Tudo isto para dizer que, face à obrigação de divulgação pública que recai - por força do art. 26.º-E do CVM – expressa e incontornavelmente sobre a política de

⁹² A violação do dever de manter informação à disposição do público por tempo determinado, quando exigido por lei, constitui uma contraordenação grave, prevista e punida pela al. h do n.º 2 do art. 394.º do CVM.

⁹³ Tanto a revogação do art. 245.º-A do CVM, como o aditamento do art. 29.º-H ao CVM foram operadas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

⁹⁴ Acresce que, ao abrigo do disposto pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2010 - mais tarde substituído pelo Regulamento da CMVM n.º 4/2013 – sobre as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, também impendia o dever de divulgarem a remuneração que cada membro dos órgãos de administração e de fiscalização auferisse noutras empresas do grupo.

⁹⁵ Era este o entendimento, ao qual aderimos, de PAULO CÂMARA, “Say on pay”..., *cit.*, p. 340.

⁹⁶ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 92.

remuneração dos administradores e, bem assim a transparência da sociedade que a sua divulgação proporciona, não devem deixar de se ter em conta os riscos que podem resultar do cumprimento dessa obrigação, para as sociedades cotadas.

3.6. A derrogação temporária da política de remuneração

Como já ficou exposto, as sociedades cotadas só podem remunerar os seus administradores com base numa política de remuneração aprovada nos termos definidos pelo CVM (art. 26.º-A do CVM). E, esta é a regra geral, que conhece como exceção a possibilidade de derrogação temporária da política de remuneração. Este mecanismo, previsto na Diretiva e acolhido pelo legislador pátrio, permite que a sociedade cotada possa, a título excecional, derrogar temporariamente a política de remuneração aprovada, nos casos em que ela seja absolutamente necessária “para servir os seus interesses de longo prazo e a sua sustentabilidade, ou para assegurar a sua viabilidade” (o n.º 1 do art. 26.º-D do CVM⁹⁷). Contudo, a verificação destas situações de excecionalidade não é suficiente para que a sociedade possa recorrer a este mecanismo. É, também, necessário que se encontrem definidas as condições processuais para a aplicação da derrogação e especificados os elementos da política de remuneração que podem ser derrogados (o n.º 2 do art. 26.º-D do CVM⁹⁸). O legislador português, cremos que por lapso, não indicou onde devem constar essas condições processuais e essa especificação dos elementos da política remuneratória que podem ser derrogados. Essa informação não consta, nem da disposição legal agora em análise, nem daquela que estabelece o conteúdo da política de remuneração - art. 26.º-C do CVM -, já analisada. Ainda assim, e uma vez que o regime da derrogação temporária agora estabelecido no CVM é, à exceção deste ponto, conforme àquele que está previsto, quanto a esta matéria, na Diretiva, pode inferir-se que, tal como se prevê nesta última, estas informações devem constar do próprio conteúdo da política remuneratória e, destarte, ser também objeto da deliberação dos acionistas na assembleia geral em que estes aprovem a política de remuneração⁹⁹.

⁹⁷ Em conformidade com o disposto no 2.º parágrafo do n.º 4 do art. 9.º-A, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

⁹⁸ Em conformidade com o disposto no 1.º parágrafo n.º 4 do art. 9.º-A, *idem*.

⁹⁹ Referindo-se aos termos da derrogação temporária da política de remuneratória previstos no aditado n.º 4 do art. 9.º-A da Diretiva, onde se estabelece que este mecanismo deve constar da política de remuneração, HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 44, consideravam que, tendo em conta “a necessidade da política de remunerações prever os termos em que esta derrogação ocorre, cremos que este mecanismo poderá ser um meio expedito e adequado para a sociedade fazer face a situações excecionais, sem pôr em causa os princípios que norteiam a submissão da política de remuneração aos acionistas da sociedade, em particular porque a possibilidade de derrogar a política (bem como os termos

4. O relatório sobre remunerações

O n.º1 do art. 26.º-G do CVM¹⁰⁰ estipula que ao órgão de administração das sociedades cotadas cabe a competência elaborar um relatório “claro e compreensível”, que ofereça “uma visão abrangente” de todas as remunerações, incluindo todos os benefícios, independentemente da sua forma, efetivamente atribuídas ou devidas a cada um dos membro dos órgãos de administração e fiscalização durante o último exercício, em conformidade com a política de remuneração estabelecida nos termos do art. 26.º-A e ss. do CVM. O relatório de remuneração, consiste, em si mesmo, num “conjunto de obrigações de informação *ex post*”¹⁰¹, pois recai sobre as remunerações efetivamente atribuídas ou devidas de acordo com a política de remuneração, em momento anterior, aprovada.

Este relatório deve conter, no mínimo, as seguintes informações sobre a remuneração de cada membro do órgão de administração e fiscalização (o n.º2 do art. 26.º-G do CVM¹⁰²): a remuneração total discriminada pelos diferentes componentes, incluindo a proporção relativa da remuneração fixa e da remuneração variável; a explicação do modo como a remuneração total cumpre a política de remuneração adotada, incluindo a forma como a mesma contribui para o desempenho da sociedade a longo prazo e informações sobre a forma como os critérios de desempenho foram aplicados; a variação anual da remuneração, do desempenho da sociedade e da remuneração média de trabalhadores em termos equivalentes a tempo inteiro da sociedade, excluindo os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, durante os últimos cinco exercícios, apresentadas em conjunto e de modo a permitir a sua comparação; as remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo, na aceção da alínea g) do n.º 1 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho; o número de ações e de opções sobre ações concedidas ou oferecidas, e as principais condições para o exercício dos direitos, incluindo o preço e a data desse exercício e qualquer alteração dessas condições; a possibilidade de solicitar a restituição de uma remuneração variável e; informações sobre qualquer afastamento do procedimento de aplicação da política de

dessa derrogação) constará da própria política de remunerações a ser submetida à assembleia geral e objeto de votação pelos acionistas da sociedade”.

¹⁰⁰ Em conformidade com o disposto no n.º 1 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

¹⁰¹ ANTÓNIO GARCIA ROLO, *ob cit.*, p. 574.

¹⁰² Em conformidade com o disposto nas als. a) a f) do n.º 1 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

remuneração e sobre as derrogações aplicadas, incluindo a explicação da natureza das circunstâncias excepcionais e a indicação dos elementos específicos objeto de derrogação.

As informações que, segundo o n.º 2 do art. 26.º-G do CVM, devem integrar o conteúdo do relatório sobre remunerações já se encontram, entre nós, previstas, não no art. 3.º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho, mas nos n.ºs 69 a 86 do Anexo ao Regulamento da CMVM n.º 4/2013, à exceção da informação relativa à variação anual da remuneração, do desempenho da sociedade e da remuneração média de trabalhadores em termos equivalentes a tempo inteiro da sociedade, excluindo os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, durante os últimos cinco exercícios, apresentadas em conjunto e de modo a permitir a sua comparação¹⁰³, um tema que tem sido, nas últimas décadas, controverso, pelos motivos que já mencionados¹⁰⁴.

Do relatório sobre remunerações constam, associados à informação sobre a remuneração efetivamente atribuída ou devida a cada membro do órgão de administração e de fiscalização, os seus respetivos dados pessoais. A inclusão, no relatório, destes dados pessoais, tem por finalidade, o aumento da transparência quanto à remuneração dos respetivos titulares e o reforço, não só do seu nível de responsabilização, mas também da capacidade de monitorização dos acionistas relativamente às remunerações atribuídas (n.º 3 do art. 26.º-G do CVM¹⁰⁵). Note-se que os dados pessoais que devem constar no relatório sobre as remunerações não se podem referir à situação familiar, nem podem fazer parte das categorias especiais de dados pessoais, dos membros dos órgãos de administração e fiscalização (n.º 9 do art. 26.º-G do CVM¹⁰⁶). Quanto à questão de saber quais são as categorias especiais de dados pessoais, o legislador português não as indicou, nem remeteu para lei competente – não acolhendo, portanto, a orientação do parecer dado pela Comissão Nacional de Proteção de Dados (CNPd) – Parecer/2020/57 – no qual se recomendou “a densificação do n.º 9 do artigo 245.º-C [agora revogado e “reeditado” no art. 26.º-G do CVM], remetendo para a definição de categoriais especiais de dados pessoais nos termos do artigo 9.º do RGPD”. Assim, segundo o n.º 1 do art. 9.º do

¹⁰³ JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *ob cit.*, p. 17.

¹⁰⁴ V. supra p. 22., a propósito da obrigatória inserção desta matéria no conteúdo da política de remunerações.

¹⁰⁵ Em conformidade com o disposto no n.º 3 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

¹⁰⁶ Em conformidade com o disposto no n.º 2 do art. 9.º-B, *idem*. No entanto, esta disposição da Diretiva faz expressa referência ao n.º 1 do art. 9.º do Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, referencia essa que o legislador português omitiu na transposição da mesma.

Regulamento Geral sobre a Proteção de Dados (RGPD)¹⁰⁷, as categorias especiais de dados pessoais são aquelas:

(..) que revelem a origem racial ou étnica, as opiniões políticas, as convicções religiosas ou filosóficas, ou a filiação sindical, bem como o tratamento de dados genéticos, dados biométricos para identificar uma pessoa de forma inequívoca, dados relativos à saúde ou dados relativos à vida sexual ou orientação sexual de uma pessoa.

Desviamo-nos, agora, do conteúdo que, imperativamente, deve integrar o relatório em análise, para abordar os aspetos referentes à sua apreciação, fiscalização e publicação.

O relatório sobre remunerações deve¹⁰⁸ ser submetido à apreciação dos acionistas, na assembleia geral anual seguinte ao exercício a que se refere, contendo uma explicação sobre a forma de como a apreciação dos acionistas na assembleia geral anterior foi tida em consideração no relatório agora apresentado (n.º 4 do art. 26.º-G do CVM¹⁰⁹). A sujeição deste relatório à apreciação dos acionistas permite, portanto, que estes verifiquem se as práticas remuneratórias são ou não conformes à política de remuneração em vigor, tenham a oportunidade de se exprimir sobre ela e tomem conhecimento sobre como a sua apreciação acerca do relatório anterior foi tida em conta no relatório que lhes é agora submetido.

Uma vez apreciado pelos acionistas, cabe ao órgão de administração publicar o relatório no sítio da Internet da sociedade, onde se deverá manter disponível durante, pelo menos, 10 anos¹¹⁰ (n.º 5 do art. 26.º-G do CVM¹¹¹). Este relatório pode ser publicado por si só, ou, alternativamente, ser incluído num capítulo do relatório anual sobre governo societário¹¹², (n.º 8 do art. 26.º-G do CVM).

¹⁰⁷ Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, cuja execução, na ordem jurídica portuguesa, foi assegurada pela Lei n.º 58/2019 de 8 de agosto.

¹⁰⁸ A violação do dever de submissão a apreciação, em assembleia geral de acionistas de sociedade cotada, do relatório sobre as remunerações constitui uma contraordenação grave prevista e punida pela al. l) do n.º 2 do art. 394.º do CVM.

¹⁰⁹ Esta foi a opção tomada pelo legislador português e que se encontra em conformidade com o disposto no 2º parágrafo do n.º 4 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017. O 1º parágrafo do n.º 4 do art. 9.º-B da Diretiva oferecia, em alternativa, uma outra opção: a de submeter o relatório sobre as remunerações à votação, com caráter consultivo, dos acionistas na assembleia geral anual, que não foi acolhida entre nós.

¹¹⁰ A violação do dever de manter informação à disposição do público por tempo determinado, quando exigido por lei, constitui uma contraordenação grave, prevista e punida pela al. h) do n.º 2 do art. 394.º do CVM.

¹¹¹ Em conformidade com o disposto no 1.º parágrafo do n.º 5 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

¹¹² Previsto no art. 29.º-H do CVM.

A publicação deste relatório tem a finalidade de “proporcionar aos acionistas um acesso fácil ao relatório sobre as remunerações e de permitir aos potenciais investidores e às partes interessadas informarem-se sobre as remunerações dos administradores (...)”¹¹³. Por outro lado, a divulgação das prestações remuneratórias dos membros dos órgãos de administração torna-as suscetíveis ao escrutínio público, mais especificamente, mediático, tendente a apontar essas remunerações como excessivas ou como excessivamente desconformes à conjuntura social existente¹¹⁴ (o que pode até influenciar, para futuro, a fixação de remunerações menos elevadas¹¹⁵)¹¹⁶.

O CVM vem prever, no n.º 6 do art. 26.º-G¹¹⁷, um mecanismo de fiscalização do relatório sobre remunerações. Esta tarefa cabe ao revisor oficial de contas ou a sociedade de revisores oficiais de contas da sociedade cotada em causa, no sentido de verificar se todas as informações exigidas pelo artigo em análise foram fornecidas, ou seja, permite averiguar da completude do relatório elaborado e submetido pelo órgão de administração da sociedade à assembleia geral anual de acionistas.

Além disso, “os membros do órgão de administração da sociedade, agindo no âmbito das respetivas competências, são responsáveis por garantir a elaboração e publicação do relatório referido neste artigo de acordo com os requisitos legais”, tal como estatui o n.º 7 do art. 26.º-G do CVM^{118,119}.

¹¹³ Considerando 32 da Diretiva de 2017.

¹¹⁴ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 91; TIAGO DOS SANTOS MATIAS, “Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento”, in *Administração e Governança de Sociedades*, capítulo 9, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 309-329, p. 318.

¹¹⁵ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 91.

¹¹⁶ Além disso, não se podem, neste ponto, deixar de ser considerados os riscos que, da divulgação pública do relatório sobre as remunerações dos membros do órgão de administração, podem resultar para as sociedades. Assim, tal como referia MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob cit.*, p. 92, quanto à política de divulgação pública das remunerações dos membros do órgão de administração, prevista no art. 3.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, tendo em conta a informação contida neste relatório, referida quer às prestações remuneratórias de cada membro do órgão de administração da sociedade, bem como a sua articulação com o desempenho de cada um deles, podem resultar no “aliciamento”, por parte de outras empresas, de “membros do órgão de administração cujo desempenho lhes pareça interessante – conhecedores da remuneração que aqueles auferem e do grau de sucesso que lhes é imputado, as outras empresas estarão em condições de lhes dirigir propostas que, do ponto de vista remuneratório, sabem de antemão serem melhores”.

¹¹⁷ Em conformidade com o disposto no 1.º parágrafo do n.º 5 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017.

¹¹⁸ No art. 14.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017, o legislador comunitário, deixa na disponibilidade dos Estados-Membros, a determinação do regime de medidas sanções aplicáveis às infrações cometidas relativamente às disposições nacionais adotadas nos termos desta diretiva. Adianta o mesmo artigo que essas medidas e sanções devem ser “eficazes, proporcionadas e dissuasivas”.

¹¹⁹ A matéria sobre esta responsabilização dos administradores encontra-se regulada no 2.º parágrafo do n.º 5 do art. 9.º-B, da Diretiva de 2007, aditado pela Diretiva de 2017. Na nossa doutrina, há quem entenda que a responsabilidade estatuída neste preceito da Diretiva se dirige não só os membros do órgão de

Repare-se, por fim, que o acesso, pelos sócios, a todas as informações que lhes devem ser fornecidas, quer na própria política de remuneração, quer no relatório agora referido e, bem assim, na publicação de ambos, permite reduzir a disparidade informativa entre os sócios e os administradores que está na base dos chamados “problemas de agência”¹²⁰ e, destarte, reduzir os custos que deles decorrem, os chamados “custos de agência” - os custos resultantes, para a sociedade e para os sócios, dos comportamentos dos administradores que prossigam os seus próprios interesses (maximização das suas prestações remuneratórias) em detrimento dos interesses da sociedade e dos sócios¹²¹- trazendo, no entanto, consigo, “custos associados à criação de mecanismos de controlo (os chamados “custos de controlo”)¹²²”.

administração, mas também aos membros do órgão de fiscalização da sociedade, v. HUGO MOREDO DOS SANTOS, SANDRA CARDOSO, *ob cit.*, p. 47. Nesse sentido, também, JOSÉ FERREIRA GOMES, ANTÓNIO GARCIA ROLO, “Análise crítica da transposição da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II: em especial, aproximação da sociedade aos acionistas e transações com partes relacionadas”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano XI, n.º 3-4, 2019, pp. 701-733, pp. 709 e s., que, por essa razão, consideram que o referido preceito da Diretiva foi “mal transposto” para o nosso ordenamento jurídico português, que apenas se refere à responsabilidade dos administradores. Estes últimos autores referem ainda que do n.º 7 do art. 26.º-G do CVM, foi omitido “o advérbio “coletivamente” [presente na Diretiva], que convoca aqui os desenvolvimentos próprios do princípio da responsabilidade global, de acordo com o qual os membros do conselho de administração são coletivamente responsáveis pelas decisões do mesmo (quer unânimes), independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes”.

¹²⁰ V. supra p. 11 e s..

¹²¹ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, “O papel do accionista empresário no governo societário”, in *Revista Direito e Justiça*, vol. II, n.º especial, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2015, pp. 499-534, p. 519 e s.

¹²² *Idem*, p. 519, nota 52.

Conclusão

A crise financeira internacional, iniciada em 2007, levou a concluir que o distanciamento dos acionistas em relação às funções de administração, típico das sociedades anónimas - em particular, das sociedades anónimas com capital muito disperso, cotadas em bolsa - deram azo a que os administradores prosseguissem os seus interesses pessoais – procurando maximizar as suas remunerações –, em detrimento dos interesses da sociedade (a maximização do seu lucro e do seu valor), os quais serão, em princípio, coincidentes com os dos seus acionistas.

Somente uma década após o deflagrar da referida crise e, reconhecendo a insuficiência das medidas (Recomendações da Comissão) até então tomadas no sentido de prevenir os problemas que ao nível das remunerações dos administradores essa crise veio revelar, foi publicada a Diretiva (UE) 2017/828. Esta Diretiva, cujo intuito é incentivar o envolvimento dos acionistas a longo prazo na vida e governo societários, veio promover, entre outras questões, o aumento do controlo dos acionistas sobre a remuneração dos administradores da sociedade. Nela se veio estabelecer que os acionistas tenham o direito de deliberar sobre a política de remuneração dos administradores da sociedade (podendo ter com carácter consultivo ou vinculativo) - “say on pay”. A Diretiva também estipulou o dever de elaborar e submeter à votação ou à mera apreciação da assembleia anual de acionistas, um relatório sobre as remunerações efetivamente atribuídas ou devidas durante o último exercício a cada membro do órgão de administração, para que os acionistas possam aferir da conformidade entre a política de remuneração por eles (anteriormente) aprovada e a sua efetiva aplicação. Além disso, impôs a divulgação e publicação quer da política remuneratória aprovada, quer do relatório de remuneração, com vista a assegurar a transparência do governo da sociedade e garantir a responsabilização dos administradores, caso esteja em causa a veracidade e a completude do relatório por eles elaborado.

Da transposição da Diretiva (UE) 2017/828 para o nosso ordenamento jurídico, operada pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, resultaram alterações e aditamentos ao CVM, que passou a consagrar o regime legal da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas, e foi revogada a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, que estabelecia, até então, o regime de aprovação e divulgação da política de remuneração dos membros dos administradores das sociedades cotadas.

Na verdade, e, distintamente do regime presentemente estabelecido no CVM – cujo objeto é a política remuneratória dos administradores das sociedades cotadas-, a revogada Lei apenas estabelecia um dever de apresentação, anual, de uma declaração sobre a política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas, à “aprovação” dos acionistas em assembleia geral. O objeto da deliberação dos acionistas era, pois, essa declaração sobre a política de remuneração e não a política de remuneração em si mesma e, por conseguinte, a obrigação de divulgação prevista nessa lei recaía também, segundo o entendimento que acolhemos, sobre tal declaração. Assim, a obrigação de divulgação pública que recai, agora, sobre a própria política de remuneração não é isenta de riscos, uma vez que pode implicar a divulgação de informação reservada da qual outras sociedades se possam, maliciosamente, aproveitar.

Sendo regra que esta política deve, obrigatoriamente, servir de base à concreta fixação do *quantum* de remuneração a atribuir aos administradores, também no CVM, se prevê uma exceção: a possibilidade de derrogação temporária dessa política, quando ela seja absolutamente necessária para servir os interesses de longo prazo da sociedade, a sua sustentabilidade, ou para assegurar a sua viabilidade. A configuração deste mecanismo na Diretiva assume contornos distintos daqueles que o legislador português estabeleceu, pois ao contrário do que naquela se previu, o legislador não estabeleceu a necessidade deste mecanismo constar do conteúdo da política remuneratória, por forma a ser também objeto da deliberação da assembleia geral de acionistas.

As matérias que, segundo o disposto no CVM, devem compor o conteúdo da política de remuneração já se encontravam, em grande parte, previstas entre nós, na revogada Lei nº 28/2009, de 19 de junho e nas recomendações do nosso CGS IPCG 2018 (na sua versão original), quanto ao conteúdo que devia constar da declaração sobre a política de remuneração. A transposição da Diretiva (UE) 2017/828 veio, sobretudo, densificar esse mesmo conteúdo.

A competência para submeter uma proposta de política de remuneração à aprovação da assembleia geral de acionistas – que deve ocorrer, pelo menos, de quatro em quatro anos, - cabe ao órgão de administração ou, alternativamente, a uma comissão de remunerações, tal como acontecia relativamente à competência para apresentar a já referida declaração sobre a política de remuneração. No entanto, estabelece-se, agora, de forma expressa, que esta competência só caberá ao órgão de administração, quando não tenha sido designada uma comissão de remunerações, o que se revela desejável, pelo facto

desta última se tratar de um órgão cuja composição deve assegurar a sua independência face à administração, garantindo a imparcialidade nas decisões tomadas em matéria de remuneração dos administradores da sociedade. Assim, ainda que a possível intervenção do órgão de administração recaia, presentemente, sobre a própria política de remuneração, e não apenas sobre uma declaração relativa à mesma, a sua intervenção resume-se à proposição dessa política, podendo entender-se que, por forma a evitar conflitos de interesses, este fique, mesmo quando também seja acionista da sociedade, arredado de intervir na sua aprovação (tal como se entende quanto ao seu afastamento no processo da concreta fixação das suas próprias remunerações).

Contudo, e uma vez que os elementos que, segundo o CVM, devem constar da política remuneratória, constituem meras exigências informativas, não interferindo materialmente no conteúdo da política de remunerações, uma possível intervenção do órgão de administração pode levar à conformação de critérios de remuneração que, não sendo adequados, ponham em causa os interesses que a política de remuneração deve promover, isto é, os interesses de longo prazo e a sustentabilidade da sociedade.

Em última análise, ainda que o órgão ao qual caiba a competência para propor uma política de remuneração – o órgão de administração ou a comissão de remunerações -, tenha liberdade de conformar materialmente o seu conteúdo, facto é que a última palavra quanto ao conteúdo material da política de remuneração, cabe à assembleia geral de acionistas, que tem o poder de aprovar ou não, com carácter vinculativo, essa política. Assim, a exigência de que os administradores só podem ser remunerados com base na política aprovada nos termos do CVM, acaba por não interferir, pelo menos de forma direta, na autonomia societária quanto à concreta fixação do *quantum* remuneratório dos administradores da sociedade, estabelecida no CSC.

Com efeito, o atual regime sobre a política remuneratória dos administradores veio consagrar um dever de aprovação – com carácter vinculativo - dessa política pela assembleia geral de acionistas, dever esse que não se encontrava, entre nós, estatuído na revogada Lei nº 28/2009, de 19 de junho. Cabe, por isso, notar que, apesar de o princípio “say on pay” já se encontrar, no que refere às sociedades cotadas, entre nós, consagrado na, ora, revogada Lei nº 28/2009, de 19 de junho, a concretização deste princípio assume, no regime agora previsto no CVM, distintos contornos – poder-se-á dizer que vai mais longe -, estipulando expressamente a necessidade de aprovação, vinculativa, da proposta de política de remuneração pelos acionistas em assembleia geral.

Contudo, e ainda que o “say on pay” se encontre, agora, entre nós, configurado nestes termos - e que, portanto, constitua um maior incentivo à intervenção dos acionistas na conformação da política remuneratória dos administradores (com base na qual se fixam as remunerações dos mesmos), “nada indica que [no âmbito da dessa sua intervenção], os acionistas (muitas vezes orientados para objetivos de curto-prazo) tenham grandes incentivos em diminuir a remuneração dos administradores”.

Da transposição da Diretiva (UE) 2017/828 resultou também o estabelecimento, para o órgão de administração, do dever de elaborar e submeter, à apreciação dos acionistas, um relatório sobre as remunerações atribuídas ou devidas durante o último exercício a cada membro dos órgãos de administração. Com efeito, o relatório de remuneração, consiste, em si mesmo, num “conjunto de obrigações de informação *ex post*”. As informações que o relatório – sujeito a divulgação pública - deve mencionar, consistem, na sua maioria, em informações que, entre nós, já deviam constar de relatório anual do governo societário, também sujeito a divulgação num capítulo do relatório anual de gestão ou em anexo a este.

Por último, não pode deixar de se referir e salutar o facto do relatório sobre as remunerações ser, obrigatoriamente, objeto de fiscalização, por parte de um revisor oficial de contas ou de uma sociedade de revisores oficiais de contas da sociedade, de modo a aferir da completude e veracidade do mesmo e, bem assim, da responsabilidade a que se encontram sujeitos os membros do órgão de administração da sociedade quanto à elaboração e publicação deste relatório.

Bibliografia

ABREU, Jorge M. Coutinho de “Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 10, vol. 19, 2018, pp. 13-26.

CÂMARA, Paulo, “Remuneração e Governo das Sociedades: Uma Nova Agenda”, in *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance*, Vol II, Obra Comemorativa do XV Aniversário do Instituto Português de *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 267-284.

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 2010, pp. 321-344.

CORDEIRO, António Menezes, “A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 2, 2009, pp. 263-286.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, Coimbra, 2019.

DIAS, Rui Pereira, Mafalda de SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 12, vol. 24, 2020, pp. 57-77.

FRADA, Ana Raquel, “A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas Tutela Preventiva e Medidas *ex post*”, Porto, 2011.

GOMES, José Ferreira, António Garcia ROLO, “Análise crítica da transposição da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II: em especial, aproximação da sociedade aos acionistas e transações com partes relacionadas”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano XI, n.º 3-4, 2019, pp. 701-733.

MATIAS, Tiago dos Santos, “Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento”, in *Administração e Governação de Sociedades*, capítulo 9, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 309-329.

RIBEIRO, Maria de Fátima, “Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remunerações”, in *A emergência e o Futuro do Corporate Governance*, Volume Comemorativo do X aniversário do Instituto Português de *Corportate Governance*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 51-100.

RIBEIRO, Maria de Fátima, “O papel do accionista empresário no governo societário”, in *Revista Direito e Justiça*, vol. II, n.º especial, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2015, pp. 499-534.

ROLO, António Garcia, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano IX, n.º 3, 2017, pp. 557-585.

SANTOS, Hugo Moredo dos, Sandra CARDOSO, “A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, in PAULO CÂMARA (COORD.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, vol. 2, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 29-54.

SIMÃO, Jorge André 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, n.ºs 3-4, 2010, pp. 795-820.