

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



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**A Remuneração dos Administradores Executivos em
Sociedades Cotadas integrantes do PSI20**

Mestrado em Direito e Gestão

2012/2014

ANA CAROLINA SANTOS NUNES

Março, 2014

Sob a orientação do Dr. Jorge Brito Pereira

Índice

Siglas e Abreviaturas	4
Introdução	5
I. Da Remuneração dos Administradores	7
A. Do Problema de Agência.....	7
B. Do Papel e dos Deveres dos Administradores.....	9
C. Da Estrutura Remuneratória	11
D. Da Evolução Regulatória em matéria de Remuneração	14
a. Estados Unidos da América e Reino Unido	15
b. União Europeia.....	17
c. Portugal	20
II. Da Influência dos Accionistas na Fixação da Remuneração dos Administradores ...	23
a) Da Comissão de Remunerações	23
b) Do Princípio <i>SAY ON PAY</i>	26
c) Da Divulgação de Informação (<i>Disclosure</i>).....	32
III. Da Análise Empírica referente às Políticas de Remuneração.....	35
1. Da Comissão de Remunerações	36
2. Da Política de Remuneração dos Administradores Executivos.....	37
3. Da Divulgação da Remuneração dos Administradores Executivos	40
4. Da Apreciação Crítica dos Resultados da Análise Empírica.....	41
Conclusão	47
Bibliografia.....	49

Siglas e Abreviaturas

Ac. – Acórdão

al. – alínea

art(s). – artigo(s)

C.A. – Conselho de Administração

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CGS – Código de Governo das Sociedades

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CMVM – Comissão de Valores Mobiliários

CVM – Código de Valores Mobiliários

ECGI – European Corporate Governance Institute

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

p(p) – página(s)

s(s) – seguinte(s)

SA – Sociedade Anónima

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

vd. – *Vide*

Introdução

A temática da Remuneração dos Administradores constitui um tema clássico de *Corporate Governance*. A sua análise, ao abrigo das boas práticas de governo das sociedades, configurou um movimento de tentativa de alinhamento dos interesses de accionistas e administradores.

Com a profissionalização da gestão das sociedades comerciais, a atracção de bons profissionais de gestão tornou-se um objectivo imperativo das empresas, por isso, com esse intuito recorria-se a atractivos pacotes remuneratórios de modo a aliciar os gestores de topo. No entanto, a crise financeira veio expor determinados escândalos ao escrutínio público, acabando por se tornar evidente a necessidade de regulação neste âmbito, assim como a importância desta matéria para as boas práticas de governo das sociedades, uma vez que estes incentivos remuneratórios se revelaram perversos.

Neste sentido, relembre-se casos de estruturas remuneratórias mal construídas como a *Enron* (2001) e a *Walt Disney Co.* (1998).

Na sequência desta sucessão de factos, muitas recomendações e regulações proliferaram no que concerne às remunerações dos cargos de gestão e também sobre a responsabilização do Conselho de Administração, numa lógica de intervenção *ex-post* com o objectivo de tentar abrandar as consequências de inúmeras insolvências societárias. Mas, por outro lado, a regulação *ex-ante* começou a ganhar cada vez mais relevância.

As estruturas remuneratórias estavam claramente mal desenhadas, levando os administradores a agir, motivados em interesses próprios e diferentes dos pertencentes aos accionistas. Tornou-se, pois, imperativo o aperfeiçoamento destes esquemas, tal como colocar a questão sobre quem deveria ter a competência para tal construção, para que fosse possível tornar os esquemas remuneratórios eficientes do ponto de vista da sociedade. Parece relativamente simples perceber que esta competência tenderá a ser atribuída aos accionistas, ou a órgãos por estes delegados, precisamente para evitar que os administradores deliberem sobre a sua própria remuneração, aumentando ainda mais risco de irracionalidade da mesma. Porém, até esta atribuição pode acarretar riscos, no caso de existirem accionistas de controlo, cuja decisão se impõe face à vontade dos

accionistas minoritários, colocando este tema da remuneração dos administradores de outra perspectiva. Na verdade, a Europa Continental depara-se com muito mais frequência com esta vertente, uma vez que a estrutura de capital das empresas é concentrada, sendo a administração habitualmente da responsabilidade de representantes dos accionistas de controlo ou directamente dos mesmos.

Pretende-se com a seguinte dissertação analisar a importância dos esquemas remuneratórios dos administradores¹ e o papel dos accionistas para a sua determinação, assim como os conflitos que potencialmente podem surgir. Desta forma, cumpre fazer uma primeira análise da questão enquadrando-a do ponto de vista teórico, esmiuçando tópicos como o problema de agência gerado neste âmbito, as formas de remuneração, a evolução da regulação, seja a nível internacional, seja nacional e o regime jurídico aplicável relativamente à retribuição dos administradores (executivos), assim como a influência exercida pelos accionistas quanto a esta matéria.

Considerando que a remuneração dos administradores é um tema marcadamente prático, adicionalmente proceder-se-á a uma análise empírica. Neste sentido, foram escolhidas para o efeito cinco sociedades cotadas em bolsa² (integrantes no índice do PSI20) tendo em conta particularidades referidas na parte teórica da presente dissertação. Com a referida análise pretende-se perceber a forma como estas empresas acolhem o quadro legislativo e recomendatório em vigor, no âmbito da remuneração dos seus administradores executivos e de que forma as suas características influenciam ou determinam essa escolha.

¹ Não sendo alvo de análise as especificidades decorrentes do sector financeiro e bancário.

² As empresas a analisar serão a Galp Energia, SGPS, S.A., a Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A., a Mota-Engil SGPS, S.A., a EDP – Energias de Portugal S.A e a Sonae SGPS, S.A.

I. Da Remuneração dos Administradores

A. Do Problema de Agência

*“While remuneration can be a solution to agency problems, it can also be a source of agency problems.”*³

A teoria de agência é explicada como sendo a existência de conflitos de interesse residentes em actividades de cooperação entre indivíduos, ou seja, quando se estabelece uma *relação de agência*. Esta teoria parte do pressuposto da racionalidade limitada do ser humano e da tendência para o comportamento oportunista. Desta forma, facilmente se percebe a sua aplicabilidade ao mundo societário, em que a necessária ou consequente separação entre o controlo das sociedades e a sua gestão conduziu ao desalinhamento de interesses entre os accionistas (principal, na relação de agência) e os administradores (agente)⁴.

A alteração do paradigma das sociedades, o seu natural crescimento e *aumento do know-how associado à gestão empresarial*⁵, levaram à necessidade de separação entre a propriedade e a gestão da mesma. Foi necessário, então, recorrer a profissionais no âmbito da gestão das sociedades, cada vez maiores e mais complexas, para facilitar a sua contínua expansão. Esta separação levou à introdução de profissionais estranhos à sociedade responsáveis, no fundo, por gerir interesses alheios.

A propósito desta relação, se fosse possível estabelecer um vínculo completo entre o gestor e a sociedade, ou seja, um acordo que conseguisse prever todas as contingências possíveis e que detalhasse todos os comportamentos exigidos aos administradores em todas as situações, o problema de agência não se colocava. No entanto, estas relações são naturalmente incompletas, como tal, acarretam brechas que permitem uma actuação “livre” por parte dos administradores, originando problemas de

³ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin , *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, European corporate governance institute, Julho de 2004, p. 50

⁴ Como é referido por BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C., em *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, “Given diffuse share ownership by a large number of shareholders who delegate control to professional management, but who lack the means or the individual incentives actively to monitor their actions, management has great power and considerable discretion to pursue activities which are beneficial to them at the expense of shareholder's interests”

⁵MATOS, Pedro Vargas, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, Cadernos de Valores Mobiliários, p. 93

*moral hazard*⁶, isto é, a tendência do agente agir contrariamente aos interesses do principal.

Por outro lado, o cargo de administrador permite aceder a informação a que nem todos os accionistas conseguem. Faz parte do papel do gestor, aceder, de forma privilegiada, a informação para poder tomar todas as suas decisões de forma informada e racional, potenciando-se mais o problema de agência com esta *assimetria de informação*, uma vez que tal permite determinados comportamentos aos administradores que não estão ao alcance dos accionistas, em especial nas sociedades em que o capital social está mais disperso⁷. Esta *assimetria de informação* contribui também para a dificuldade em distinguir entre o que são actos de gestão, que maximizam o valor da empresa, e aqueles que pretendem apenas beneficiar o gestor⁸. Claramente, existe uma dificuldade por parte dos accionistas em controlarem a gestão⁹, até porque facilmente se embate com o elevado custo dos mecanismos de monitorização.

Embora a referida manifestação do problema de agência seja a mais discutida no plano internacional, a realidade europeia continental, caracterizada por sociedades de capital concentrado¹⁰, leva a colocar o problema de agência de uma outra forma: o desalinhamento de interesses entre accionistas de controlo e accionistas minoritários¹¹.

⁶ De acordo com GIÃO, João Sousa em “*Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores*”- *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2010, pp. 223 e 224, o Risco Moral (conceito em língua portuguesa), “*ocorre quando no decurso de uma relação contratual de carácter duradouro umas das partes, abusando de vantagem informativa, não cumpre (...) a sua prestação, confiando que as assimetrias informativas verificadas impeçam ou dificultem a detecção do seu incumprimento.*”

⁷ A dispersão de capital conduz a uma maior probabilidade de absentismo por parte dos accionistas, dando maior liberdade de gestão, tal significa que as sociedades com uma maior percentagem do capital disperso vêm o problema de agência entre accionistas e administradores potenciado.

⁸ MATOS, Pedro Verga, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, Cadernos do mercado de valores mobiliários, p. 93

⁹ A propósito da realidade societária nos Estados Unidos, referiram BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C., em *The Modern Corporation and Private Property, 1932*, p. “*The concentration of economic power separate from ownership has, in fact created economic empires, and has delivered into the hands of a new form of absolutism, relegating “owners” to the position of those who supply the means whereby the new princess may exercise their power*”

¹⁰ Existem accionistas que detêm uma grande percentagem do capital social

¹¹ Importa referir, tal como faz Coffee, John C. em *A theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe differ*, p. 2, que “*In disperse ownership systems, corporate managers tend to be the rogues of the story, while in concentrated ownership systems, it is controlling shareholders who Play the corresponding role*”

Perante esta realidade, surge o conceito de *private benefits of control*¹², por parte dos accionistas de controlo. Isto significa que existe uma tendência para estes accionistas agirem de acordo com os seus interesses pessoais em detrimento do que seria eventualmente benéfico para os minoritários ou mesmo para a própria sociedade¹³, uma vez que têm uma maior influência ao nível de matérias de gestão da sociedade, nomeadamente quanto à da estrutura remuneratória dos administradores. Sendo assim, será conveniente criar *condições práticas de fiscalizar directamente administração da sociedade*.¹⁴

A identificação e a classificação destes fenómenos como problemas, com consequências igualmente devastadoras, leva naturalmente à procura de esquemas de alinhamento dos interesses entre accionistas e administradores, ou, face à segunda perspectiva, entre accionistas maioritários e minoritários. Os mecanismos de remuneração, entre outras formas de o fazer, surgem como um esquema de alinhamento de interesses - uma forma de diminuir os custos de agência.

B. Do Papel e dos Deveres dos Administradores

Os deveres dos administradores constituem limites e obrigações relativamente à sua prestação, mas, embora a análise detalhada deste tema e consequente responsabilidade civil no caso de esses deveres serem incumpridos esteja fora do âmbito desta dissertação, uma breve referência ao tema afigura-se propositada¹⁵.

*Os administradores têm o poder de gerir ou de administrar e ainda o poder de representar*¹⁶, encontrando-se esse papel balizado pelos deveres dos administradores consagrados no Código das Sociedades Comerciais¹⁷, embora não se esgotem nesse

¹² Conceito que se aplica aos ganhos que derivam do exercício de influência na sociedade por parte dos accionistas de controlo em prejuízo dos accionistas minoritários.

¹³ Relativamente a esta situação não se pode deixar de relembrar o caso italiano da *Parmalat*. A este propósito, para um desenvolvimento extenso, vd. MELIS, Andrea, *Corporate Governance Failures. To what extent is Parmalat a particularly Italian case?*, Setembro de 2004

¹⁴ GOMES, José Ferreira, *Conflitos de Interesses, Código do Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012, p. 311

¹⁵ Para um desenvolvimento aprofundado do tema CORDEIRO, António Menezes, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Lex, Lisboa, 1997

¹⁶ Cordeiro, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades I, Das Sociedades em Geral*, Almedina, 2007, p.794

¹⁷ Arts. 6º, nº 4, 35º, 64º, 254º, 397º, 398º e 449º CSC

diploma¹⁸, podendo igualmente emergir pela via contratual. Aliás, “os deveres que os administradores hão-de observar no exercício das suas funções não podem ser especificados num elenco fechado. São tantas e tão variadas as situações com que os administradores se deparam, são tantos e tão diversos os actos que têm de realizar, que um tal elenco é, manifestamente, impossível”¹⁹. Exige-se aos administradores uma determinada conduta regida por deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequando às funções e empregando, nesse âmbito, a diligência de um gestor criterioso e ordenado²⁰, assim como deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses a longo prazo dos sócios e ponderando os interesses de outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade²¹, sob pena de serem responsabilizados.

Assim como uma construção eficiente do pacote remuneratório, estes deveres têm o objectivo de alinhar os interesses dos accionistas com os dos administradores, mitigando o problema de agência, uma vez que os administradores se encontram precisamente nessa posição de disponibilidade de interesses alheios²². Defendemos que existe uma necessária complementaridade dos mecanismos no combate ao conflito de interesses, tendo em conta que os accionistas, especialmente em sociedades de capital disperso²³, não conseguem apreender, com facilidade a prestação desenvolvida pelos administradores²⁴.

¹⁸ Também o CIRE (arts. 18º e 19º) e o Código Penal (arts. 203º a 205º e 212º) espelham deveres dos administradores.

¹⁹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades*, 2ª edição, Almedina, 2010 p. 14

²⁰ Art. 64º, n.º 1, al. a) CSC

²¹ Art. 64º, n.º 1, al. b) CSC

²² GIÃO, João Sousa em “*Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores*”- *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2010, p. 217

²³ No caso de empresas de capital social concentrado serão os accionistas minoritários que não têm acesso a todas as informações. Refira-se que neste tipo de empresas de capital concentrado, a gestão não é normalmente independente do accionista maioritário.

²⁴ GIÃO, João Sousa em “*Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores*”- *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2010, p. 269

C. Da Estrutura Remuneratória

“A política de remuneração deve ser compatível com a estratégia empresarial e os objectivos, valores e interesses a longo prazo da instituição de crédito, e incluir medidas destinadas a evitar conflitos de interesses”²⁵

Sendo o tema da presente dissertação relacionado directamente com a remuneração dos administradores, a elaboração de um capítulo de enquadramento e análise da estrutura remuneratória torna-se necessária à compreensão do tema.

Desta forma, densificando o conceito de remuneração, pode referir-se que “a remuneração engloba todas as prestações de conteúdo patrimonial e não apenas a contrapartida pelo serviço prestado no seio de certa sociedade”²⁶.

O plano de remuneração tem o intuito de assegurar uma remuneração adequada, de modo a captar e fidelizar os gestores talentosos, procurando-se evitar remunerações que provoquem uma excessiva erosão do património societário. Destas funções evidencia-se a finalidade negativa que visa evitar os já referidos problemas de agência e uma função positiva relacionada com a maximização do desempenho da sociedade, precisamente pela ideia já identificada de captação de gestores eficazes e com uma remuneração justa.²⁷

A construção da estrutura remuneratória tem, no direito português, normas injuntivas que constam no Código das Sociedades Comerciais²⁸, não podendo ser afastadas nem através de contrato de sociedade, nem através de deliberação social, ficando essa deliberação viciada de nulidade²⁹. Estas normas permitem a atribuição aos administradores de uma remuneração certa ou, parcialmente, pode também ser composta por uma percentagem dos lucros da sociedade, desde que a percentagem

²⁵ Directiva 2010/76/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro 2010, a propósito do sector financeiro, mas cuja afirmação tem aplicabilidade a todas as empresas.

²⁶ SIMÃO, Jorge André Cárita, *A Remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas implicações no contexto de crise financeira mundial*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, nº 3 e 4, Almedina, 2010, p. 23

²⁷ CÂMARA Paulo, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro: um retrato anatómico*, “*Conflito de Interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira*” Almedina, Janeiro de 2010, p.43

²⁸ Arts. 399º e 429º, consoante o modelo de governo societário adoptado.

²⁹ Arts. 56º, nº 1 al. d) e art. 411, nº1 al. c), neste sentido vd. CÂMARA PAULO, *A Comissão de Remunerações*, *Revista de Direito das Sociedades*, 2011, p. 27.

máxima de lucro³⁰ destinada aos administradores esteja autorizada no contrato de sociedade. Para além das normas imperativas, o Código de Governo das Sociedades contem recomendações³¹ neste âmbito que aconselham a adopção de uma componente variável da remuneração que dependa de uma avaliação de desempenho com base em “critérios mensuráveis e pré-determinados, que considere o real crescimento da empresa e a riqueza efectivamente criada para os accionistas, a sua sustentabilidade a longo prazo e os riscos assumidos, bem como o cumprimento das regras aplicáveis à actividade da empresa”³², para além da remuneração fixa. Mas as recomendações não terminam neste ponto: devem ainda ser estabelecidos limites máximos para as remunerações e deve haver razoabilidade entre a componente fixa e variável da remuneração³³. Com vista a que o alinhamento de interesses entre os accionistas e os administradores seja também a longo prazo, a Recomendação III.4 do Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013) aconselha a que uma parcela significativa da remuneração variável seja diferida por um período de, pelo menos, três anos e a dependência desse pagamento da continuação do bom desempenho da Sociedade ao longo desse período. Deve motivar-se a tomada de decisões que criem valor no longo prazo e evitar as acções destrutivas de valor³⁴.

Nesta sequência, surgem as seguintes conclusões:

- *Remuneração fixa* – Corresponde ao estabelecimento de uma determinada quantia a título de remuneração pelo cargo desempenhado, que não está dependente de circunstâncias como o desempenho do administrador. Para a sua determinação, o próprio art. 399º CSC, no seu número um, aponta como critérios a complexidade da função desempenhada e a situação económica da sociedade. Relevante é ainda acrescentar que não está em causa apenas um valor monetário, pois esta componente pode ser complementada com outras vantagens acessórias, como pagamento da renda de casa, seguros de saúde, utilização de bens

³⁰ Nos termos do art. 399º, nº3 CSC esta percentagem apenas pode incidir sobre a parte do lucro de exercício que pode ser atribuída aos accionistas, de acordo com o disposto no art. 33º CSC.

³¹ Recomendação III. CGS da CMVM 2013

³² Recomendação II.1.5.1., al. i), 2010 (no entanto, a sua teleologia ainda se encontra actual)

³³ Recomendação III.3 do CGS da CMVM 2013

³⁴ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, European corporate governance institute, Julho de 2004

sociais como viaturas, concessão de empréstimos com taxas de juro menores, entre outras possibilidades.

- *Remuneração variável* – Esta modalidade de remuneração pode ser certa³⁵ ou pode estar dependente da verificação de determinada condição. Por isso, pode ser configurada de diversas formas, tendo-se referido a propósito da análise do Código de Governo das Sociedades que os critérios devem ser pré-elencados. A forma mais comum de remuneração variável consiste no pagamento consoante o desempenho do administrador (*pay for performance*), até porque se entende que potencia a atracção dos melhores profissionais (função positiva da remuneração). A remuneração variável pode, também, ser configurada na dependência dos resultados da própria sociedade, embora esta questão tenha de ser especialmente bem desenhada. Se os resultados a que se sujeita esta remuneração não forem considerados a longo prazo, como resulta das recomendações de bom governo societário anteriormente referidas, pode levar a assunção de risco não desejável por parte dos administradores apenas com o intuito de empolar os resultados no curto prazo e receber a respectiva remuneração.
- *Stock options*³⁶ – A atribuição de opções corresponde a uma forma de remuneração variável e é vista como um instrumento privilegiado para alinhar interesses dos administradores com os interesses dos accionistas e, por essa via, mitigar os problemas de agência³⁷. No entanto, se pareciam ser uma solução inovadora quando surgiram, rapidamente se percebeu o efeito perverso que poderiam ter quando mal construída a forma de as exercer.

Procedendo rapidamente a uma análise, uma vez que não se trata do objecto da presente dissertação, aponta-se a assunção de risco desmedido por parte do administrador porque apenas detém opções, logo também a

³⁵ Como refere Paulo Olavo Cunha, a remuneração variável pode ser certa *quando é percepcionável independentemente da obtenção dos lucros pela sociedade, sendo previsível em função dos critérios estabelecidos para a sua atribuição*, CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Almedina, 2010 p. 783

³⁶ Para um maior desenvolvimento consultar OLIVEIRA, António Fernandes de, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários

³⁷ OLIVEIRA, António Fernandes de, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários n.º 19, Dezembro 2004, p. 28

escolha de não exercer. Por outro lado, ainda ao nível da assunção de risco desmedido, os administradores podem ter tendência para projectos que empolem os resultados no curto prazo, permitindo que estes consigam lucro ao exercer as opções e posteriormente efectuarem a sua venda. As questões apontadas, e outras, demonstram a complexidade do desenho de um pacote de *stock options* e a relação com temas sensíveis, tal como a informação privilegiada e a assunção de risco não desejável.

Na construção de uma política de remunerações, para além dos tipos de remuneração elencados, é possível acrescentar outros tipos de contrapartidas associadas ao cargo, tais como planos de reforma ou contribuições para outro tipo de fundo³⁸, *golden parachutes*³⁹, *golden hellos* (pagamentos iniciais), utilização de bens sociais ou concessão de empréstimos, sendo que o próprio prestígio que envolve um cargo de administrador é contabilizado como uma vantagem do exercício dessa função.

D. Da Evolução Regulatória em matéria de Remuneração

“Uma adequada compreensão dos códigos de governo societários é auxiliada com algumas indicações (...) sobre a origem histórica da figura⁴⁰”

A crise financeira iniciada em 2007 veio evidenciar uma vez mais a insuficiência do tratamento e da regulação em matéria de remunerações, relembrando escândalos como os da *Enron*⁴¹ e da *Walt Disney Co.*⁴² que expuseram remunerações ou contrapartidas auferidas pelos administradores completamente desproporcionais face à realidade e uma clara erosão do património societário.

³⁸ A jurisprudência não é unânime no enquadramento das pensões de reforma como componente da remuneração, podendo exemplificar-se com dois acórdãos contrários: Ac. do STJ de 01/03/2007 que defende a inclusão no conceito de remuneração e o Ac. do STJ de 10/05/2000 que entende que a concessão de reforma se traduz numa atribuição sem contrapartida, uma vez que não tem por base um regime de descontos.

³⁹ Compensação paga aos administradores pela cessação do seu contrato, superior à indemnização conferida pela lei.

⁴⁰ CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, 2012

⁴¹ A *Enron Corporation* era a sétima maior sociedade dos Estados Unidos da América, operava no sector da energia e tinha os seus lucros falseados através de manipulações nos documentos financeiros. Aos trabalhadores estava atribuído um plano de opções de compra de acções, sendo por isso favorável esta alteração de resultados. Para maiores desenvolvimentos, COFFEE, John C, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School, Janeiro 2003

⁴² *The Walt Disney Company*, nos Estados Unidos da América, pagou a um dos administradores um *Golden Parachute* de mais de 100 milhões de dólares, tendo este trabalhado durante 14 meses na empresa.

A mediatização destes escândalos empresariais acabou por conduzir a uma proliferação de normas e a reformas estruturais com o intuito de alinhar os pacotes remuneratórios aos interesses das sociedades.

Pretende-se com este capítulo fazer uma breve alusão ao enquadramento histórico e à evolução da regulação em matéria de remuneração, demonstrando que a mesma se foi adaptando aos acontecimentos que iam tomando conta da vida económica.

a. Estados Unidos da América e Reino Unido⁴³

A referência aos Estados Unidos impõe-se pelo papel pioneiro⁴⁴ que desempenharam no âmbito dos códigos de governo societário⁴⁵.

Foi através da *American Bar Association* e do *American Law Institute* que surgiu uma compilação de códigos de governo societário, com o objectivo de harmonização da matéria nos vários Estados Federados. Surgindo, em 1954, o *Model Business Corporation Act*, através de divulgação do *Committee on Corporate Laws* da *American Bar Association*, que regula aspectos como o conflito de interesses.

Pela autoria do *American Law Institute* surgem os *Principals of Corporate Governance* que reflectem preocupações de eficiência e de gestão equilibrada de situações de conflitos de interesses intra-societários⁴⁶. Também é referida a existência de uma comissão de remunerações, ainda que dentro do órgão de administração. Estas iniciativas acabaram por conduzir à iniciativa das próprias sociedades de emissão de códigos para os próprios administradores.

Refira-se o *Sarbanes-Oxley Act*^{47/48} promulgado em Junho de 2002, cuja origem reside em escândalos financeiros como a *Enron* e a *WorldCom* e que é aplicável tanto a

⁴³ Para maior desenvolvimento CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012, pp. 12 e ss.

⁴⁴ Tal como refere Paulo Câmara, in CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012, p. 14

⁴⁵ Estes Códigos são constituídos por *soft law*, não havendo sanções jurídicas para o não cumprimento. Configuram não leis, mas regras de boa conduta, às quais não deve ser associada a palavra *código* em sentido técnico, neste sentido CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012, pp. 12 e ss.

⁴⁶ CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012, p. 15

⁴⁷ Formalmente intitulado *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*.

empresas americanas cotadas em bolsa, como a empresas estrangeiras admitidas a negociação na bolsa de valores dos Estados Unidos. Estes acontecimentos demonstraram a necessidade de reforço da protecção dos investidores, tendo por isso implementado um conjunto de normas com o principal objectivo de aumentar a informação divulgada por estas empresas, assim como a fiabilidade da mesma.

No ano de 2008, com a aprovação do *Emergency Economic Stabilization Act*⁴⁹, foram também alvo de tratamento aspectos relativos à remuneração dos administradores, no entanto apenas no que concerne às empresas que foram alvo de apoio estatal. Nesse sentido, surge também *The American Recovery and Reinvestment Act of 2009*⁵⁰.

Ainda no ano de 2009, surgem diplomas com implicações em matéria de remuneração dos administradores, como *Shareholders Bill of Rights, Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act*, promovendo o voto anual dos accionistas relativamente à remuneração dos administradores, em especial, para pronunciarem relativamente à existência de *golden parachutes*.

Refira-se ainda o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* pela sua importância, que foi aprovado em 2010 no âmbito da regulação do sector financeiro, que faz referência à remuneração dos administradores, mas aqueles que desenvolvem a sua actividade neste sector⁵¹.

A atenção dada a matérias relativas ao bom governo societário sensibilizou outros países, nomeadamente o Reino Unido, que acabou por importar para a Europa a questão.

Neste âmbito, o *London Stock Exchange*, o *Financial Reporting Council* e os profissionais de contabilidade constituíram uma comissão liderada por SIR ADRIAN CADBURY, para que a mesma propusesse um conjunto de boas práticas de governo

⁴⁸ Para um maior desenvolvimento vd. Livro Branco sobre *Corporate Governance em Portugal*, IPCG, 2006, pp. 57 e ss.

⁴⁹ Disponível em <https://www.govtrack.us/congress/bills/110/hr1424/text>

⁵⁰ Disponível em <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111hr1enr/pdf/BILLS-111hr1enr.pdf>

⁵¹ Para maior desenvolvimento sobre a evolução da regulação em matéria remuneratória vd. GOMES, Fátima, *Remuneração de Administradores de Sociedades Anónimas “cotadas”, em geral e no “Sector Financeiro”, em particular*, I Congresso-Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2010 pp. 303 a 306.

societário, tendo desta forma surgido o *Relatório de Cadbury*, cujo núcleo se prendia com o rigor da informação financeira da Sociedade.

Ao *Relatório de Cadbury* seguiram-se o *Relatório de Greenbury*, o *Relatório de Hampel* e o *Combined Code (1998)*, que compila os contributos dos códigos anteriores.

O *Combined Code* foi revisto em 2003, na sequência do *Relatório Myners (2001)*, do *Relatório Higgs (2003)* e do *Relatório Smith*, que versam sobre investidores institucionais, administradores não executivos e comissões de auditorias respectivamente.

Já em 2005 foi elaborado o *Relatório de Turnbull* que orientava a implementação de mecanismos de controlo previstos no *Combined Code*.

De referir também a elaboração dos “Princípios de Governo das Sociedades”⁵², publicado pela OCDE, em 1999, revistos e actualizados no ano de 2004. Actualmente, existe o *Corporate Governance Code*⁵³.

b. União Europeia⁵⁴

No ano de 2002, depois de vários Estados-Membros publicarem códigos de governo societário, a União Europeia solicitou ao *Grupo de Alto Nível de Peritos em Direito das Sociedades*⁵⁵ o alargamento do seu relatório relativo ao Direito das Sociedades a questões de auditoria e governo das sociedades, de alguma forma também motivada pelos escândalos financeiros que tinham ocorrido do outro lado do Atlântico⁵⁶. Surgiu assim, o *Relatório de Winter II* com dezasseis recomendações, incidindo em temáticas como a remuneração dos administradores e a divulgação de informações.

⁵² Para um desenvolvimento extenso *vd.* Livro Branco sobre *Corporate Governance em Portugal*, IPCG, 2006.

⁵³ Disponível em <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.pdf>

⁵⁴ Para um maior desenvolvimento *vd.* FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, in ECGI Working Paper Series in Law, working paper nº 126/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>, pp. 25 e ss.

⁵⁵ A Comissão Europeia já tinha solicitado anteriormente um estudo a este Grupo de Peritos, no entanto incidia na comparação dos vários códigos de governo societário dos Estados-Membros (Janeiro de 2002).

⁵⁶ Livro Branco sobre *Corporate Governance em Portugal*, IPCG, 2006, pp. 41 e ss.

Na sequência do *Relatório de Winter II*, a Comissão Europeia, no ano de 2003, emite duas comunicações⁵⁷ complementares designadas *Modernizar o Direito das Sociedades e Reforçar o Governo das Sociedades: uma Estratégia para o Futuro e Reforçar a Revisão Oficial de Contas na EU*.

Nos anos de 2004 e 2005 são colocados em prática princípios estabelecidos nas referidas comunicações através de recomendações da União Europeia ao nível das políticas remuneratórias dos administradores:

- Recomendação 2004/913/CE, de 14 de Dezembro, relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores das sociedades cotadas;
- Recomendação 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do Conselho de Administração de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou supervisão.

A Recomendação 2004/913/CE decorre da comunicação da Comissão designada *Modernizar o Direito das Sociedades e reforçar o Governo das Sociedades na EU – Uma estratégia para o Futuro*⁵⁸ e, como se disse, constando *que entre um conjunto de propostas que visam reforçar os direitos dos accionistas e modernizar os conselhos de administração, nela se prevê uma iniciativa para promover a aplicação nos Estados-Membros de um regime regulamentar adequado de remuneração dos administradores*⁵⁹. É considerada e reconhecida a relevância do tema das remunerações dos administradores no contexto societário e a propensão do mesmo para o conflito de interesses entre accionistas e administradores.

Esta Recomendação, para além de emitir um alerta e um incentivo para as matérias remuneratórias, aponta a transparência como conceito-chave neste contexto, contribuindo para a responsabilização dos administradores. Aconselha-se a divulgação da política de remunerações, a sujeição à apreciação dos accionistas em Assembleia Geral da mesma, assim como a especificação individual dessas remunerações. Acresce ainda a necessidade de aprovação pelos accionistas das

⁵⁷ Para um desenvolvimento extenso *vd.* Livro Branco sobre *Corporate Governance em Portugal*, IPCG, 2006, pp. 45 e ss.

⁵⁸ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:PT:HTML>

⁵⁹ Recomendação da Comissão 2004/913/CE, considerando 1

remunerações dos administradores que sejam compostas por “direitos de aquisição de acções ou com base na variação do preço de acções”⁶⁰.

No que concerne à Recomendação 2005/162/CE, o foco recai no conflito de interesses e no papel do administrador não executivo como supervisor, reforçando-se as suas funções. A Recomendação defende uma divisão do órgão de administração, em comités especializados, surgindo neste contexto o comité de remunerações, que seria responsável pela política de remunerações, nomeadamente os tipos de remuneração e os critérios em que assenta a remuneração variável. A Recomendação não é também omissa no aconselhamento à consulta por parte destes comités de remunerações de peritos, especializados em remunerações⁶¹.

Em 2009, na sequência financeira de 2007, vem a Comissão Europeia reforçar as anteriores Recomendações de 2004 e 2005, emitindo novas:

- Recomendação 2009/384/CE, de 30 de Abril, relativa às políticas de remuneração dos serviços financeiros;
- Recomendação 2009/385/CE, de 30 de Abril, que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas.

O reconhecimento da “inadequação das práticas remuneratórias dos serviços financeiros”⁶² conduziu à Recomendação de 2009/384/CE, contendo um regime específico para o sector financeiro. O entendimento de que a má gestão das instituições financeiras se deveu, em parte, ao mau desenho das políticas remuneratórias, responsáveis pela assunção de risco desmedido, levou a comissão a estabelecer princípios gerais no âmbito das remunerações do sector financeiro.

Relativamente à Recomendação 2009/385/CE, a mesma visa complementar as Recomendações emitidas em 2004 e 2005 sobre esta temática. A crise financeira demonstrou, não só a crescente complexidade das estruturas remuneratórias, mas também que o alinhamento dessas estruturas a resultados de curto prazo leva à assunção excessiva de risco, propiciando a adopção irracional de risco face aos interesses das sociedades.

⁶⁰ Recomendação da Comissão 2004/913/CE, secção IV, 6.1

⁶¹ In Recomendação da Comissão 2005/162/CE

⁶² Recomendação da Comissão 2009/384/CE, de 30 de Abril, considerando 2

Desta forma, a Comissão Europeia teve como objectivo prever princípios complementares face aos das Recomendações de 2004 e 2005, promovendo-se, assim, a sustentabilidade a longo prazo das sociedades, a remuneração baseada no desempenho dos administradores, no entanto com base numa avaliação feita com critérios transparentes, pré-definidos, mensuráveis, existindo também um tecto definido para esta remuneração variável, assim como deve ser prevista a possibilidade de recuperação das componentes variáveis da remuneração por parte da sociedade, no caso dos dados se verificarem incorrectos⁶³.

Em reforço da Recomendação 2005/162/CE, implementam-se novidades para as Comissões de Remunerações, referindo-se que, pelo menos um dos membros, deve possuir conhecimentos técnicos no domínio das remunerações.

No âmbito do governo de sociedades cotadas, refere-se também a aprovação, pela Comissão, do Livro Verde sobre o governo de sociedades cotadas.

Nesta sequência, torna-se importante reforçar a ideia do carácter não imperativo destas recomendações e o facto de poderem ser adoptados, independentemente do modelo de governo societário adoptado pela Sociedade e de não se pretender restringir qualquer escolha a esse nível⁶⁴. A lógica de implementação destas recomendações insere-se no *Princípio do Comply or Explain*⁶⁵.

c. Portugal

Na sequência da publicação das recomendações da Comissão Europeia, em 2009 é aprovada em Portugal a Lei nº 28/2009 de 19 de Junho. Esta Lei, de acordo com o seu artigo 1º, visa estabelecer o regime de aprovação e de divulgação da política de

⁶³ Recomendação 2009/385/CE, de 30 de Abril, considerando 6

⁶⁴ Tal como consta na Recomendação 2004/913/CE de 14 de Dezembro, no considerando 2“ é importante respeitar totalmente a diversidade de sistemas de governo das sociedades existente na Comunidade, reflexo das diferentes concepções dos Estados-Membros quanto ao papel das sociedades e dos órgãos responsáveis pela definição da política de remuneração dos administradores e pela determinação da remuneração específica de cada administrador.”

⁶⁵ De acordo com o *Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações – Índice e Rating de Governo Societário* elaborado pelo Centro de Estudos Aplicados Católica – Lisbon School of Business & Economics, o Princípio Comply or Explain corresponde a um modelo de informação de origem britânica, segundo o qual *as sociedades cotadas devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no Código de Governo das Sociedade (comply) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (explain)*.

remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público e vem também proceder à revisão do regime sancionatório para o sector financeiro em matéria criminal e contra ordenacional⁶⁶.

Sendo o foco desta análise as obrigações que esta Lei introduz no âmbito da Política de Remunerações, cumpre fazer uma breve referência às imposições da mesma:

- aprovação de uma Declaração sobre Política de Remuneração, a ser submetida à Assembleia Geral de accionistas;
- divulgação da Declaração sobre Política de Remuneração nos documentos anuais de prestação de contas;
- divulgação da remuneração auferida pelos membros dos órgãos sociais em termos agregados e individuais.

Estas obrigações impostas pela Lei n.º 28/2009 são aplicáveis às entidades de interesse público, tornando relevante para esta matéria o Decreto-Lei 225/2008. Este Decreto-Lei acaba por densificar as entidades integrantes no conceito de entidades de interesse público, no entanto não esgota todas as entidades integrantes, acabando a própria Lei n.º 28/2009 por completar esse leque⁶⁷.

Embora sem carácter imperativo, não se pode deixar de fazer referência ao Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal⁶⁸, datado de 2006 e da responsabilidade do IPCG, que surge com o *intuito de produzirem um conjunto de reflexões sobre a situação actual e a evolução recente das práticas de governo das principais empresas portuguesas*⁶⁹.

Para além deste enquadramento legislativo e do estudo da responsabilidade do IPCG de 2006, é da maior relevância o papel da Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários⁷⁰, responsável pelo primeiro Código de Governo das Sociedades de 1999, alterado em 2001, 2010 e, recentemente, em 2013. Este Código de Governo das

⁶⁶ Não pode deixar de se referir que tal arrumação sistemática por parte do legislador não foi muito coerente.

⁶⁷ Análise em pormenor da Lei n.º 28/2009 no capítulo II al. b) da presente dissertação.

⁶⁸ Disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf

⁶⁹ Livro Branco de Corporate Governance em Portugal, IPCG, 2006, p. 9

⁷⁰ Da responsabilidade da CMVM também vários regulamentos têm emergido relativamente a esta matéria, sendo que o Regulamento actualmente em vigor é o n.º 4/2013.

Sociedades não tem carácter imperativo⁷¹ e, por isso, a sua adopção está sujeita ao *Princípio do Comply or Explain*.

Sendo as principais alterações no âmbito das remunerações do Código de Governo das Sociedades de 2013 face à versão de 2010 que vigorava até então, o facto de os membros da comissão de remunerações, ou equivalente, deverem ser independentes face à administração executiva e o facto de se prever instrumentos jurídicos que afastem os denominados *golden parachutes*⁷² para os casos de cessação de funções de administradores na sequência de inadequado desempenho, ainda que tais situações não se reconduzam a violações graves dos seus deveres ou a inaptidão.

No dia 19 de Julho de 2013 foi ainda publicado, para além da alteração ao Código de Governo das Sociedades da CMVM versão de 2010 pelo Código de Governo das Sociedades de 2013, o Regulamento n.º 4/2013 que vem revogar o Regulamento n.º1/2010, com efeitos produzidos a partir de 1 de Janeiro de 2014. Este novo Regulamento da CMVM vem tornar o conteúdo do relatório de estrutura e práticas de governo societário mais exigente, no entanto introduz uma novidade da maior relevância - a possibilidade de escolha, pelas sociedades, do código de governo societário que vão adoptar. Nesta sequência, permite-se a adopção de um Código de Governo Societário distinto do da CMVM, o que se mostra do maior interesse quando foi já publicado um outro Código de Governo das Sociedades em Portugal pelo Instituto Português de Corporate Governance. Acrescenta-se apenas que a propósito da escolha, esta não tem sequer que ser sujeita a aprovação por parte da CMVM, exige-se somente que a opção seja devidamente fundamentada.

Como anteriormente se referiu, paralelamente ao Código de Governo das Sociedades da CMVM existe um outro Código do *Instituto Português de Corporate Governance*. Foi publicado no dia 30 de Janeiro de 2013 e configura uma alternativa ao Código da autoria da CMVM. Ainda que os destinatários principais sejam as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, a particularidade deste código é permitir a aplicação às Sociedades Comerciais, uma vez

⁷¹ Este código corresponde a soft law, sendo a palavra “código” utilizada sem o sentido técnico que é normalmente utilizado; não existe qualquer lei neste código.

⁷² Breve desenvolvimento no capítulo relativo à estrutura remuneratória no capítulo I, C

que são estabelecidos princípios gerais e flexíveis para permitir a adopção aos vários tipos societários.

No domínio da remuneração, este Código refere que a composição da comissão de remunerações deve ser maioritariamente composta por membros independentes da administração; possibilidade de Administradores não executivos estarem pontualmente investidos de tarefas executivas, com repercussão na sua remuneração (designadamente pela possibilidade de atribuição de remuneração variável a Administrador nessas condições).

II. Da Influência dos Accionistas na Fixação da Remuneração dos Administradores

a) Da Comissão de Remunerações

“Information about board and executive remuneration is of concern to shareholders”⁷³

O Código das Sociedades Comerciais português consagra, nos seus artigos 399º e 429º, consoante o modelo de governo societário adoptado seja o clássico⁷⁴ ou o dualista⁷⁵, um regime imperativo aplicável à fixação da remuneração dos membros dos órgãos de administração. Demonstrando tal opção que, ainda que não exista uma solução uniforme para todas as sociedades anónimas, é possível fazer uma adaptação do mesmo às características apresentadas pela sociedade em causa.

Da análise normativa do art. 399º CSC extrai-se que a atribuição da competência para a fixação da remuneração dos administradores pertence à assembleia geral, ou seja, aos accionistas, ou a uma comissão de remunerações, que corresponde a *uma emanção da Assembleia Geral, sem duração determinada e cujo mandato ela pode fazer cessar a*

⁷³MUSAALI, Miriam, *Directors remuneration, who should decide*, Janeiro de 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407389>

⁷⁴As sociedades que escolham este modelo de governo societário têm um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal. Para um maior desenvolvimento relativamente aos modelos de governo societário vd. CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades II, Das Sociedades em Especial*, 2ª edição, Almedina, 2007, pp.769 e ss. e CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comercias*, 4ª edição, Almedina, 2010 pp. 741 e ss.

⁷⁵Combina a existência de um Conselho de Administração com um Conselho Geral e de Supervisão.

*qualquer momento*⁷⁶. Ainda que, à partida, não tenha cariz obrigatório, esta comissão é tida como uma boa prática de governo societário⁷⁷.

Quanto ao art. 429º CSC, a solução difere um pouco do art. 399º CSC, devido à organização da própria sociedade, embora exista coincidência na teleologia das normas. Assim, no modelo de governo dualista, a determinação da remuneração dos administradores é, habitualmente, fixada pelo conselho geral e de supervisão ou por uma comissão por este órgão nomeado⁷⁸, contrariamente ao modelo monista, em que essa comissão de remunerações é uma emanção da própria assembleia geral de accionistas.

Sendo a comissão de remunerações⁷⁹ a solução comum aos dois modelos de governo societário e também a solução mais habitual nos mesmos dois modelos, cumpre fazer-lhe uma referência mais aprofundada.

A comissão de remunerações surge como solução para mitigar o problema de agência⁸⁰ e a sua importância tem vindo a aumentar exponencialmente, deixando em muitos casos particulares de ser apenas uma recomendação para se tornar obrigatória⁸¹, até porque, como aponta Paulo Olavo Cunha, *apresenta duas vantagens inegáveis: a de permitir a fixação das remunerações fora do ambiente, por vezes emotivo, das assembleias gerais, atendendo a elementos relevantes e a critérios adequadamente fundamentos; e a de viabilizar a definição de uma política de remunerações compatível com a capacidade económica da empresa, com base na articulação dos seus membros e num contexto de autonomia com relação à competência da assembleia geral*⁸².

Relativamente aos membros desta comissão, se inicialmente era constituída apenas por accionistas, a evolução não foi no sentido de manter essa solução, pois a

⁷⁶CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2ª edição, Almedina, 2010, anotação ao art. 399º CSC

⁷⁷ Merecendo foco por parte da Comissão na Directiva 2005/262/CE

⁷⁸ No entanto, o art. 429º CSC permite também atribuir esta competência à Assembleia Geral de Accionistas ou a uma comissão designada por esta à semelhança do que acontece no Modelo Clássico de governo societário, caso tal questão seja determinada no contrato de sociedade.

⁷⁹ Originariamente correspondia a uma “Comissão de accionistas”, no entanto com a reforma do CSC em 2006 os membros deixaram de ter que ser obrigatoriamente accionistas.

⁸⁰ A existência desta comissão torna a *abordagem do tema das remunerações mais transparente, eficiente, profissional e esclarecida*. CAMPOS, Ana Rita Almeida, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, 2012, p. 264

⁸¹ Bancos e instituições financeiras têm obrigatoriamente que ter uma comissão de remunerações, segundo o Aviso nº 10/2011 do Banco de Portugal, que entrou em vigor a 10 de Janeiro de 2012.

⁸² CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comercias*, 4ª edição, Almedina, 2010 p. 781

reforma do CSC, em 2006, veio permitir a composição desta comissão por membros independentes e externos à sociedade. Aliás, a evolução vai no sentido de *encorajar uma maior preparação técnica na composição da comissão, ao recomendar que pelo menos um membro desta comissão seja suficientemente especializado no domínio das remunerações*^{83/84}, precisamente pela complexidade do tema e pelo facto do mesmo se encontrar constantemente sob o escrutínio público. É importante apontar, neste domínio, para a importância dos membros que constituem esta comissão, porque se incorporarmos administradores dar-se-ia o caso, como refere Oliver Williamson, destes gestores “*redigirem os seus contratos com uma mão e assiná-la com outra*”, o que deixa de ser coerente com o alinhamento de interesses anteriormente enunciado. Por outro lado, a introdução de membros independentes nestas comissões permite um equilíbrio entre accionistas de controlo e accionistas minoritários nas sociedades de capital concentrado⁸⁵.

As recomendações de boa governação têm ido sempre no sentido da independência destes membros⁸⁶, embora tenha interesse em considerar-se a solução de incorporação de um administrador não executivo, uma vez que traria conhecimento da própria sociedade para esta comissão. No entanto, ainda que não se incorporem administradores não executivos, recorda-se que a comissão remuneratória é um órgão social, e como tal, existe uma interligação com outros órgãos da sociedade, que podem auxiliá-la nas informações necessárias sobre a vida societária para o melhor desenho das estruturas remuneratórias.

Ainda no âmbito destas comissões, é importante estabelecer as suas competências, sendo relevante para tal o conceito de *Remuneração*, que pode ser extraído de um Anexo ao Regulamento nº1/2010 da CMVM⁸⁷, sendo esta *qualquer vantagem individualizável de natureza patrimonial atribuída ao administrador pela sociedade, ainda que em momento diferido ou de natureza condicional, e por esta suportada, directa ou indirectamente*. Às comissões de remuneração extrai-se a competência de definir planos de *stock options*, que está incorporada no conceito de

⁸³ CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, Revista do Direito das Sociedades e Governance Lab, Ano III, 2011, p. 15

⁸⁴ Recomendação II.3.1 CGS da CMVM 2013

⁸⁵ Uma vez que diminuiria a ingerência dos accionistas de controlo na sociedade.

⁸⁶ Recomendação II.3.1 CGS da CMVM 2013

⁸⁷ Não é utilizado o conceito proveniente do Código de Trabalho, uma vez que o vínculo dos administradores para com a sociedade não é um contrato de trabalho.

Remuneração, uma vez que são competência da assembleia geral, nos termos dos arts. 319º, nº1 e 320º, nº1 do CSC, quando estão em causa ações próprias.

As competências das comissões de remuneração centram-se nas contrapartidas concedidas aos administradores, não sendo estas competentes para estabelecer a remuneração de nenhum outro colaborador ou trabalhadores, sendo tal uma matéria da gestão de acordo com os artigos 405º e 406º CSC.

Este regime que se tem vindo a analisar sobre a fixação das remunerações estabelecido no CSC é injuntivo. Não havendo possibilidade de estabelecer uma cláusula estatutária ou deliberar em Assembleia Geral uma solução contrária à lei, sob pena de nulidade prevista no art. 56º, nº 1, al. d) CSC. Também os arts. 411º, nº1 al. c) e 433º, nº1 CSC impedem o conselho de administração de fixar as suas próprias remunerações. A característica de imperatividade do regime comprova a sensibilidade do tema no que concerne ao Conflito de Interesses que a matéria pode originar.

b) Do Princípio SAY ON PAY

“A designação *say on pay* cobre genericamente todas as normas jurídicas que permitam, promovam ou obriguem a política de remunerações societária, ou uma declaração a esta relativa, a ser submetida a um voto expresso em Assembleia Geral, com uma periodicidade pré-determinada, em regra anual”.⁸⁸ Configura o “direito de os accionistas poderem votar sobre a política de remuneração dos administradores nas Assembleias Gerais anuais”.⁸⁹

O princípio *say on pay* surge no Reino Unido⁹⁰ alicerçado na ideia de *disclosure*⁹¹ e configurando uma forma de combate ao *problema de agência*. “As justificações oficiais para o *say on pay* assentam em que a promoção de maior controlo pelos accionistas do processo de fixação de remunerações possa atingir três principais desideratos: promoção de troca de informação, legitimação de escolhas quanto à

⁸⁸ vd. CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, nº2, Abril-Junho 2010, p. 324.

⁸⁹ LARCKER, David, MCCALL, Allan, ORMAZABAL, Gaizka e TAYAN, Brian, *Ten Myths of “Say on Pay”*, *Standford Closer Look Series*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2094704>

⁹⁰ vd. CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, nº2, Abril-Junho 2010, p. 322

⁹¹ O termo português correspondentes será “transparência”.

remuneração e indução das melhores práticas”⁹². Desde a sua primeira aplicação que tem vindo a ser acolhido em diversos ordenamentos jurídicos⁹³, embora de forma pouco uniforme. A diversidade de aplicação deste princípio é de tal forma que, tanto o conteúdo do documento sobre as remunerações que é sujeito à Assembleia Geral, como a obrigatoriedade ou não de apresentação desse mesmo documento variam de ordenamento para ordenamento⁹⁴.

A adopção do Regime *Say on Pay* no Reino Unido atribuía ao voto dos accionistas um valor meramente consultivo, acabando por desempenhar uma função de *voto de confiança* ao *Directores Remuneration Report* apresentado. Esta configuração demonstra que um eventual voto negativo não conduz uma nova política de remunerações, no entanto uma rejeição da política de remunerações implica danos reputacionais para a própria administração, pelo que existe um incentivo a que estas políticas contenham os interesses dos accionistas e dos administradores de forma alinhada.

Apesar da introdução do *Directores Remuneration Report* em Inglaterra, o pacote remuneratório dos administradores não deixou de evoluir no sentido crescente, sendo o voto negativo ao documento uma situação que ocorre pontualmente.

Em Portugal, o mecanismo do *say on pay* surge no ano de 2005 através de uma recomendação da CMVM⁹⁵, sendo reafirmado, em 2007, no Código de Governo Societário⁹⁶.

No âmbito do Princípio *Say on Pay*, posteriormente às recomendações da CMVM, é aprovada a Lei nº 28/2009 de 19 de Junho. Esta lei vem estabelecer o regime de aprovação e de divulgação da política de remunerações dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das entidades de interesse público e vem, também, proceder a uma revisão ao regime sancionatório para o sector financeiro em matéria criminal e contra ordenacional, o que se trata de uma arrumação sistemática

⁹² CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2, Abril-Junho 2010, p. 327.

⁹³ Para maior desenvolvimento, relativamente à forma como se encontra regulada o princípio *say on pay* na Europa, vd. FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>

⁹⁴ Para maior desenvolvimento, David, MCCALL, Allan, ORMAZABAL, Gaizka e TAYAN, Brian, *Ten Myths of “Say on Pay”*, *Stanford Closer Look Series*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2094704>

⁹⁵ vd. Ponto 8-A das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2005)

⁹⁶ vd. Ponto II.1.5.2 do Código de Governo das Sociedades (2007)

surpreendente, uma vez que não existe qualquer afinidade de matérias que justifique esta arrumação de matérias⁹⁷.

A Lei nº 28/2009 prevê no seu artigo 2º, nº1 a obrigatoriedade do órgão de administração ou, caso exista, da comissão de remuneração das entidades de interesse público submeterem anualmente à aprovação da Assembleia Geral uma declaração sobre a política de remunerações dos membros dos respectivos órgãos de administração e fiscalização. Desta forma, cumpre recorrer ao DL nº 225/2008, de 20 de Novembro que enumera as Entidades de Interesse Público (EIP) que estão abrangidas nesta Lei.

Assim, do artigo 2º do DL nº 225/2008 resultam como EIP os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado; as instituições de crédito que estejam obrigadas à revisão legal de contas; os fundos de investimento mobiliário previstos no regime jurídico dos organismos de investimento colectivo; os fundos de investimento imobiliário previstos no regime jurídicos dos fundos de investimento imobiliário; as sociedades de capital de risco e os fundos de capital de risco; as sociedades de titularização de créditos e os fundos de titularização de créditos; as empresas de seguros e de resseguros; as sociedades gestoras de participações sociais, quando as participações detidas, directa ou indirectamente, lhes confirmam a maioria dos direitos de voto nas instituições de crédito que estejam obrigadas à revisão legal de contas de contas; as sociedades gestoras de participações sociais no sector dos seguros e as sociedades gestoras de participações mistas de seguros; os fundos de pensões; as empresas públicas que, durante dois anos consecutivos, apresentem um volume de negócios superior a € 50.000.000 ou um activo líquido total superior a € 300.000.000. Para além destas entidades, o artigo 2º, nº2 da Lei 28/2009 acrescenta as sociedades financeiras e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões.

A declaração da política de remunerações que cabe ao conselho de administração ou à comissão de remuneração apresentar à Assembleia Geral, nos termos do artigo 2º, nº1 da Lei nº 28/2009, tem de versar no seu conteúdo, de acordo com o número 3 do artigo 2º da Lei 28/2009, pelo menos, sobre os mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses

⁹⁷ CÂMARA, Paulo, *Remuneração, Código de Governo das Sociedades Anotado*, Colecção Governance Lab, Almedina, 2012 p. 188

da sociedade; sobre os critérios de definição da componente variável de remuneração; existência de planos de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções por parte de membros dos órgãos de administração e fiscalização; possibilidade de pagamento da componente variável da remuneração e, se existir, ter lugar, no todo ou em parte, após o apuramento das contas do exercício correspondente a todo o mandato e sobre os mecanismos de limitação de remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante no desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando esta seja expectável no exercício em curso. Estes tópicos de informação não restringem, porém, a “autonomia societária nas escolhas a perfilhar quanto à remuneração”⁹⁸, correspondem apenas a temas para serem sujeitos a desenvolvimento.

Este dever de apresentação de uma declaração da política de remunerações (sob pena de se incorrer num ilícito contra ordenacional nos termos do artigo 4º da Lei nº 28/2009), ainda que contenha o conteúdo *supra* indicado, não consubstancia a necessidade de apresentação da política de remunerações em sentido técnico⁹⁹, mas antes uma declaração da mesma.

A declaração sobre a política de remunerações acaba apenas por enunciar os objectivos da política de remuneração em si mesma e descrever as informações exigidas pelo artigo 2º, nº 3 da Lei em análise, enquanto a política de remunerações corresponde ao “conjunto dos princípios e dos procedimentos destinados a fixar critérios, a periodicidade e os responsáveis pela avaliação do desempenho dos colaboradores de uma instituição, bem como a forma, a estrutura e as condições de pagamento da remuneração devida a esses colaboradores, incluindo a decorrente do processo de avaliação de desempenho”¹⁰⁰. A destriça destes conceitos torna-se da maior relevância, em especial nas sociedades de capital disperso, uma vez que desta forma se pode suprimir da declaração determinadas informações confidenciais que poderiam até comprometer segredos da actividade da Sociedade e que são naturalmente integrantes da política de remunerações.

⁹⁸ CÂMARA, Paulo, *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Colecção Governance Lab, Almedina, 2012, p. 193

⁹⁹ CÂMARA, PAULO, “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral, *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, nº2 (Abril-Junho 2010), p. 333

¹⁰⁰ Para melhor entendimento relativamente a estes dois documentos vd. GOMES FÁTIMA, *Remuneração dos Administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no “Sector Financeiro”, em particular*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2011

Outra questão da maior relevância que cumpre densificar é o facto de a competência para esta apresentação da declaração da política de remunerações poder pertencer ao conselho de administração na ausência de uma comissão de remunerações. Se o objectivo era alinhar os interesses de accionistas com os administradores, a solução consagrada ao nível da atribuição desta competência foi, no mínimo, surpreendente, porque no Código das Sociedades Comerciais a matéria está regulada de forma a excluir da competência do órgão de administração a definição das remunerações a atribuir aos seus membros. Como anteriormente se referiu, o Código das Sociedades Comerciais atribui à assembleia geral ou a uma comissão por si delegada a competência para fixar a remuneração dos administradores, tendo esta sido uma medida consagrada com vista a atenuar o conflito de interesses entre a propriedade e a gestão ou entre os próprios accionistas.

No caso de a apresentação à assembleia geral da declaração da política de remunerações ser feita pela comissão de remunerações a situação está de acordo com o Código das Sociedades Comerciais¹⁰¹, a querela emerge quando a apresentação é feita pelo conselho de administração.

Neste sentido, o regime consagrado pela Lei nº 28/2009 carece de uma interpretação em harmonia com o Código das Sociedades Comerciais, referindo Paulo Câmara, nesta sequência, que a declaração sobre a política de remunerações corresponde ao enunciado dos objectivos da política remuneratória em si, não correspondendo à fixação da remuneração, o que significa que “se for empregue uma noção rigorosa de política remuneratória, em última análise, pode até o órgão de administração estar bem posicionado para estabelecer critérios de desempenho mais adequados e idóneos para a fixação ulterior de remuneração variável”¹⁰², uma vez que mais facilmente tem acesso a determinadas informações úteis ao estabelecimento das prestações remuneratórias.

Esta interpretação feita por Paulo Câmara permite, efectivamente, uma interpretação da Lei 28/2009 conforme ao Código das Sociedades Comerciais, no entanto é preciso notar que a atribuição deste tipo de matérias aos administradores se torna uma situação sensível. Desta forma, se do modelo societário adoptado pela

¹⁰¹ Arts. 399º e 429º CSC

¹⁰² CÂMARA, Paulo, *Say on Pay: O dever de apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Abril-Junho 2010

sociedade resultar a existência de administradores não executivos, será definitivamente melhor prática a atribuição aos mesmos desta competência, uma vez que terão acesso às informações necessárias. Por outro lado, deve também fomentar-se a independência entre os administradores executivos e não executivos.

Sendo a declaração da política de remunerações sujeita à assembleia geral pela comissão de remunerações, ou no caso da mesma não existir, pelo conselho de administração, insurge uma questão relativamente aos efeitos produzidos pelo voto accionista. Em Portugal, à semelhança do que acontece em Inglaterra, o voto accionista tem um carácter meramente consultivo, significando isto que a não aprovação pelos accionistas da declaração da política de remunerações não conduz ao refazer de uma nova política de remunerações, não tendo, essa decisão, qualquer carácter vinculativo¹⁰³. No entanto, o “voto negativo” da parte dos accionistas não deixa de colocar alguma pressão sobre o órgão responsável pela elaboração da política de remunerações, assim como está em causa o risco reputacional no caso de ter sido o órgão administrativo a apresentar esta declaração¹⁰⁴. De qualquer forma, a expressão accionista traduz-se, neste domínio, num voto de confiança.

Numa última análise ao princípio *say on pay*, torna-se necessário retomar uma ideia *supra* referida. Este princípio não é uniforme em todos os ordenamentos jurídicos e acrescenta-se ainda o facto de, dentro de um mesmo ordenamento jurídico, a estruturação do *say on pay* não ter a mesma configuração porque também se encontra dependente da própria estrutura accionista. Assim, a importância do *say on pay* é muito superior em sociedades caracterizadas por capital disperso, em que o problema de agência adquire maior relevância. Em sociedades de concentração accionista, muito mais comuns na realidade portuguesa ou da Europa Continental, o problema de agência coloca-se da perspectiva de accionistas majoritários *versus* minoritários, o que significa que o princípio *say on pay* não configura uma forma de travar este tipo de problema de agência, porque existem accionistas majoritários, detentores do poder de decisão.

¹⁰³ No entanto, Paulo Olavo Cunha, em CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Almedina, 2010, p. 783, defende que os administradores deveriam ver a componente variável da sua remuneração suspensa até aprovados os critérios para o seu pagamento, não sendo prejudicada a componente fixa do vencimento.

¹⁰⁴ Desta forma, o facto de o voto accionista relativo à declaração da política de remunerações ser meramente consultivo poderia significar uma perda de tempo, no entanto é suplantando pelas vantagens que apresenta.

c) Da Divulgação de Informação (Disclosure)

“...Disclosure can respond to the particular agency costs of executive pay across both disperse and blockholding systems and so minimize regulatory intervention in governance choices and structures.”¹⁰⁵

No plano nacional, a divulgação da informação relativa ao tema das remunerações dos administradores surgiu, pela primeira vez, no ano de 2003, através de recomendação da CMVM¹⁰⁶, sendo alvo de maiores desenvolvimentos no Código de Governo das Sociedades em 2007¹⁰⁷.

No entanto, com a Lei nº 28/2009 essa divulgação da informação relativa às remunerações, tornou-se uma obrigação legal para empresas consideradas de interesse público¹⁰⁸, portanto, nesse seguimento, cumpre fazer uma breve análise do artigo 3º da Lei nº 28/2009.

Desta forma, com a entrada em vigor desta lei consagrou-se a exigência da divulgação pública anual do montante da remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, seja na sua vertente agregada, seja na sua vertente individual¹⁰⁹. Para além desta obrigação, torna-se também necessária a divulgação da declaração da política de remunerações aprovada em assembleia geral¹¹⁰.

No caso de sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, esta divulgação é feita no relatório anual de governo da sociedade¹¹¹, tal

¹⁰⁵ vd. FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, p. 14

¹⁰⁶ Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Nov2003/Pages/indice.aspx

¹⁰⁷ Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Set2007/Pages/indice.aspx

¹⁰⁸ Art. 2º, nrs. 1 e 2 da Lei nº28/2009 e Decreto-Lei 225/2008.

¹⁰⁹ Nas recomendações da CMVM em 2003 não se exigia que essa informação divulgada incluísse o montante das remunerações consideradas individualmente.

¹¹⁰ Ainda que o artigo 3º da Lei 28/2009 refira apenas “política de remunerações”, o Professor Paulo Câmara entende que está em causa a declaração sobre a política de remuneração que foi sujeita à Assembleia Geral e não a política de remunerações em si.

¹¹¹ Inicialmente era comum a informação relativa à temática das remunerações constar nos Relatórios e Contas, sendo actualmente muito comum a existência de Relatórios de Governo Societário, onde constam estas matérias.

como consta no artigo 245º-A do Código de Valores Mobiliários e no Regulamento nº 1/2010 da CMVM¹¹².

Estas sociedades cotadas têm, assim, algumas particularidades (para além daquilo a que estão sujeitas pela Lei nº 28/2009) no que concerne à divulgação de informação relativa à remuneração dos seus administradores, sendo necessário constar nos seus documentos anuais o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual; a remuneração fixa e a remuneração variável e, quanto a esta última, as diferentes componentes que lhe deram origem, a parcela que se encontra diferida e a parcela que já foi paga; a remuneração recebida em outras empresas do grupo, de forma agregada e individual; os direitos de pensão adquiridos no exercício em causa; principais características dos planos de atribuição de acções e dos planos de atribuição de opções de aquisição de acções, adoptados ou vigentes no exercício em causa.

Esta obrigatoriedade de divulgação aumenta o nível de *disclosure*. Aumentando esta prestação de informação, facilita-se também a análise mais rigorosa entre as remunerações e os resultados das sociedades, assim como se confere uma maior expressão e eficiência ao princípio *say on pay*. Adicionalmente, diminui-se custos de fiscalização e aumenta-se a intervenção do papel do *principal*¹¹³, seja ele representado pelos accionistas em geral¹¹⁴, ou pelos accionistas de controlo considerando a realidade da Europa Continental.

Não obstante, o facto desta divulgação de informação não ser harmonizada em todas as empresas, leva a questionar a eficácia da disponibilização da informação. A este propósito, surge a necessidade de referir, também, a forma de acesso a esta informação, sendo que a mesma deve ser simples, evitando misturar-se com as restantes informações relativas às sociedades de divulgação obrigatória¹¹⁵.

¹¹² Em vigor até 31 de Dezembro de 2013, uma vez que foi revogado pelo Regulamento nº 4/2013 da CMVM. A análise desta dissertação será com base no Regulamento nº 1/2010, uma vez que os Relatórios de Governo Societários a analisar ainda se submetem ao mesmo.

¹¹³ Considerando a “relação de agência” estabelecida.

¹¹⁴ No caso de sociedades com o capital disperso.

¹¹⁵ vd. FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, recomenda-se a divulgação num documento específico do tema e não como mais um conteúdo do Relatório e contas.

Nesta sequência, a divulgação de uma matéria tão sensível como esta actua como prevenção face a conflitos de interesses, seja do ponto de vista da relação “administrador e accionistas”, seja entre “accionistas de controlo e accionistas minoritários”¹¹⁶, contribui para a melhor reputação e imagem da sociedade.

¹¹⁶ Refere-se que, *o accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários*, in Livro Branco sobre *Corporate Governance em Portugal*, IPCG, 2006, disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf, p. 16

PARTE II

III. Da Análise Empírica referente às Políticas de Remuneração

A remuneração dos administradores executivos muito maior importância tem na vertente prática do que no âmbito da discussão doutrinária, precisamente pelo facto das especificidades do tema decorrerem quando o mesmo é transposto para a prática. Assim, torna-se indispensável acrescentar ou complementar o anterior enquadramento teórico elaborado com uma análise empírica, tendo como objectivo perceber a aplicabilidade prática a matéria *supra* densificada.

Desta forma, no presente capítulo irá proceder-se à análise da informação disponibilizada no âmbito das remunerações dos administradores (executivos) por cinco empresas cotadas e integrantes do PSI20, uma vez que estes temas, para além de se tornarem mais sensíveis neste tipo de sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado, regulamentos como o n.º 1/2010 da CMVM¹¹⁷ impõem um conteúdo mínimo de divulgação de informação rigorosa para sociedades cotadas, estando sujeitas ao dever de informação anual sobre o grau de acolhimento do Código de Governo de Sociedades¹¹⁸.

O objectivo não será tanto uma comparação entre as soluções adoptadas por cada empresa - embora sempre que seja possível e se mostre adequado será feita - até porque é fundamental perceber que as mesmas se inserem em sectores de actividade diversos e, portanto, a remuneração tem de ser ajustada ao seu contexto. Por outro lado, também não existe propriamente uma harmonização no que concerne à informação a disponibilizar pelas empresas. O enfoque recairá essencialmente na verificação da observação das recomendações de boas práticas de governo societário em matéria de remuneração por parte das empresas, não só do ponto de vista legislativo, mas também da importância económica que tem a verificação do grau de acolhimento das recomendações da CMVM nesta matéria. Através desta análise empírica¹¹⁹, pretende-se analisar se a verificação de boas práticas de governo em matéria de remuneração são de

¹¹⁷ Revogado pelo Regulamento n.º 4/2013, que entra em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2014. Ainda que os documentos relativos ao exercício do ano de 2013 já tenham que ter em conta este novo regulamento, a análise para efeitos da presente dissertação é feita até ao ano de 2012.

¹¹⁸ *In Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações – Índice e Rating de Governo Societário* elaborado pelo Centro de Estudos Aplicados Católica – Lisbon School of Business & Economics

¹¹⁹ Faz-se, desde já, a ressalva de que a presente análise é feita apenas a uma amostra de empresas, não tendo por isso um carácter rigoroso, nem pretende ingressar em conclusões universais.

alguma maneira uniformes ou se permitem perceber as particularidades e estruturas das empresas a que correspondem.

As empresas alvo de análise serão a Galp Energia, SGPS, S.A., a Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A., a Mota-Engil SGPS, S.A., a EDP – Energias de Portugal S.A. e a Sonae SGPS, S.A., centrando-se a decisão de escolha no facto de estas empresas serem cotadas em bolsa, serem integrantes do índice bolsista PSI20 e não pertencerem ao sector financeiro¹²⁰. Estas empresas representam grandes grupos económicos portugueses e detêm uma estrutura de capital diversa. Apesar de a Galp Energia, Semapa, Mota-Engil e Sonae serem empresas de capital social concentrado, duas delas são marcadamente familiares, estando ainda a liderança dependente destas famílias. Contrariamente, a EDP, que embora actualmente tenha um accionista com grande expressão¹²¹, caracteristicamente era uma sociedade de capital disperso tendo em conta a realidade portuguesa.

No decurso desta análise, pretende-se isolar determinados vectores, comuns a todas as empresas, percebendo a actuação das mesmas. Desta forma, e com o intuito de abordar os pontos centrais em matéria de remuneração, analisar-se-á a existência de comissão de remunerações e a sua composição, a estrutura remuneratória atribuída aos administradores executivos e a divulgação de informações a este nível.

1. Da Comissão de Remunerações

Todas as Sociedades em análise constituíram uma comissão de remunerações. A maioria destas empresas refere que a composição destas comissões é independente do Conselho de Administração^{122/123}, embora a Mota-Engil¹²⁴ e a Sonae¹²⁵ tenham na sua composição membros não executivos do Conselho de Administração, referindo, no entanto, que não é colocada em causa a independência. Ainda relativamente à

¹²⁰ O que levaria a aplicação de regulação não densificada na presente dissertação.

¹²¹ China Three Gorges é o maior accionista da EDP detentor de 21,35% do capital social.

¹²² A CMVM refere que o conceito de independência a ser tido em conta, implica que os membros do Conselho de Administração não sejam cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao 3º grau de nenhum membro do Conselho de Administração.

¹²³ A Semapa considera que os membros da sua comissão de remunerações são todos independentes, no entanto a CMVM considera que o Eng. Frederico da Cunha, tendo sido antigo membro não executivo do Conselho de Administração leva a perda do carácter independente desse membro, *in* Relatório e Contas de 2012 da Semapa, p. 64






¹²⁴ *vd.* Relatório e Contas de 2012 da Sonae, p. 240

¹²⁵ *vd.* Relatório de Governo de 2012 da Sonae, p. 18

composição da comissão de remunerações, todas as empresas referem que pelo menos um dos membros tem conhecimento específico no que concerne a estas matérias, tal como recomenda a CMVM.

Estas comissões são responsáveis pela elaboração da política de remunerações, assim como pela declaração da política de remunerações a apresentar anualmente à assembleia geral¹²⁶ e têm completa autonomia relativamente à administração¹²⁷. Um dos membros da Comissão de Remunerações de todas as empresas está presente nas Assembleias de Accionistas.

Tabela n.º 1 - Comissão de Remunerações

Comissão de Remunerações			
Empresa	Existência	Membros	
		Independência face ao C. A.	Composição
	✓	✓	Cumulativamente membros do Conselho Geral e de Supervisão
	✓	✓	Representantes de 3 accionistas
	✓	✗	Existem 2 membros não executivos do C. A.
	✓	✓	Antigo administrador não executivo do C. A. e dois membros independentes
	✓	✗	Um membro é presidente não executivo do C. A.

2. Da Política de Remuneração dos Administradores Executivos

A estrutura remuneratória de todas as empresas analisadas inclui uma vertente fixa da remuneração e outra variável. Na maioria das empresas a remuneração fixa corresponde a uma maior percentagem da remuneração total auferida pelos administradores, apenas sendo superior a remuneração variável no caso da Sonae e da Semapa.

¹²⁶Nos termos da Lei nº 28/2009 de 19 de Junho

¹²⁷ Ainda que, em empresas como a Sonae e a Mota-Engil dois dos membros da Comissão de Remunerações sejam cumulativamente membros do Conselho de Administração, essas funções não podem de forma alguma confundir-se.

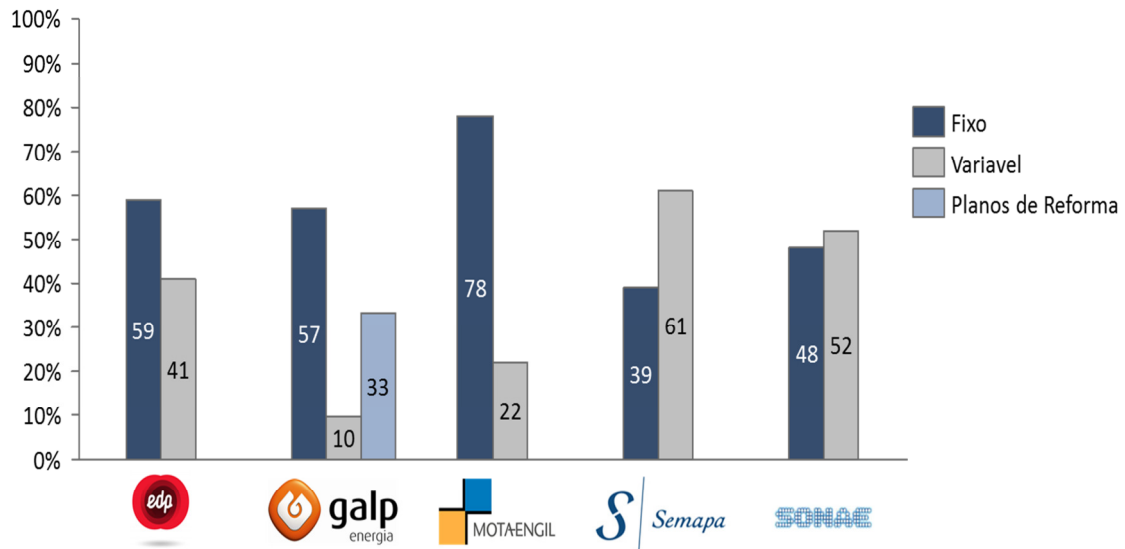


Gráfico n.º 1- Componentes da Remuneração (%) dos Administradores Executivos

Relativamente à componente variável da remuneração, é determinada consoante critérios pré-estabelecidos e propostos pelas comissões de remuneração¹²⁸, como se refere na tabela n.º 2.

No essencial, estes critérios relacionam-se com o desempenho da sociedade, a situação em que a mesma se encontra, contribuindo para essa avaliação marcadores idênticos na maioria das empresas. Ressalve-se que todas as sociedades dão importância à questão do *benchmarking*. Ainda que estes critérios objectivos sejam os mais relevantes, não deixam de ser tidos em conta factores subjectivos como o desempenho individual dos próprios administradores.

¹²⁸ Informações disponíveis nas Declarações de Política de Remuneração das várias empresas analisadas.

Tabela n.º 2- Critérios para Definição da Componente Variável da Remuneração

Empresa	Critérios para definição da Componente Variável da Remuneração
	<ul style="list-style-type: none"> • ROIC/WACC • Crescimento da margem bruta • Crescimento do Resultado Líquido • EBITDA • FFCF • Desempenho individual dos administradores executivos
	<ul style="list-style-type: none"> • Máximo 60% da remuneração fixa • TSR (comparação da evolução bolsista com um grupo de empresas comparáveis) • EBITDA • Dívida Líquida/EBITDA • Variáveis de desempenho operacional
	<ul style="list-style-type: none"> • Avaliação dos KPI ligados ao desempenho da empresa • Alcance de 95% dos objectivos propostos. • Limite máximo de 5% face ao R. Líquido
	<ul style="list-style-type: none"> • Resultado Líquido • Mercado • Funções e desempenho do administrador • Não é estabelecido limite máximo para o seu valor
	<ul style="list-style-type: none"> • KPI (negócio) – 70% (Volume de Negócios) • EBITDA recorrente • Resultado Líquido • Desempenho da cotação no mercado de acções • KPI (Pessoal) – 30% (conjunto agregado de indicadores objectivos e subjectivos)

A remuneração variável pode ser paga através de várias formas, tal como se referiu a propósito do enquadramento teórico anteriormente feito. No entanto, todas as empresas em análise concedem aos seus administradores uma quantia em dinheiro, sendo as outras formas de pagamento pouco comuns. As *stock options*, que configuram uma forma de remuneração dos administradores tão típica nos EUA, em Portugal pouca expressão têm.

Os *Golden Parachutes*, na sequência de uma boa prática de governo, nem sequer têm expressão e, no caso dos planos de reforma, estes têm vindo a perder expressão^{129/130}.

¹²⁹ A Semapa incorporava na sua estrutura de remuneração dos administradores um plano de reforma, no entanto deixou de incluir o mesmo no pacote remuneratório, *in* Relatório e Contas da Semapa, 2010

¹³⁰ A EDP tem um sistema de plano de reforma para os administradores executivos, no entanto não representa um encargo para a EDP no futuro, uma vez que corresponde à subscrição de um produto financeiro, num montante de 10% face à remuneração anual fixa, *in* Relatório e Contas da EDP 2012, p. 135

Voltando à remuneração variável, impõe-se a análise de um importante ponto: o momento do seu pagamento. A CMVM recomenda que uma parte da remuneração variável veja o seu pagamento diferido por 3 anos, com o intuito de alinhar os interesses entre administradores e accionistas também no longo prazo. Das cinco empresas em análise na presente dissertação, apenas três consideram importante este pagamento tardio e dependente da continuação de bons resultados da remuneração variável¹³¹. A Mota-Engil¹³² e a Semapa¹³³ entendem que a forma como a sua estrutura remuneratória está desenhada é suficiente para ter em conta os interesses a longo prazo da sociedade.

A seguinte tabela permite perceber quais as escolhas de cada uma das cinco empresas analisadas relativamente a esta temática.

Tabela n.º 3 – Estrutura Remuneratória

Empresa	Estrutura Remuneratória				
	Cash	Stock Options	Golden Parachutes	Planos de Reforma	Diferimento do Pagamento
 edp	✓	✗	✗	✗	✓
 galp energia	✓	✗	✗	✓	✓
 MOTAENGIL	✓	✗	✗	✓	✗
 Semapa	✓	✗	✗	✗	✗
 SONAE	✓	✓	✗	✗	✓

3. Da Divulgação da Remuneração dos Administradores Executivos

A questão da divulgação dos montantes de Remuneração configura um tema sensível para a maioria das empresas. Se por um lado a divulgação das Remunerações do Conselho de Administração de forma agregada não constitui um grande problema,

¹³¹ A Galp Energia, por exemplo, considera importante o diferimento de 50% da remuneração variável num prazo de 3 anos, *in* Relatório e Contas da Galp Energia, 2012


¹³² *In* Relatório e Contas da Mota-Engil de 2012, p. 237

¹³³ *In* Relatório e Contas da Semapa, p. 87

por outro lado a divulgação da vertente individual das mesmas tem oferecido resistência por partes das empresas.

Actualmente, todas as empresas analisadas procedem à divulgação da remuneração dos seus administradores, seja da sua vertente fixa, seja da variável, de forma agregada e individualizada, tal como se retira da tabela n.º 4. No entanto, a Recomendação da CMVM que continha esta questão foi, durante algum tempo, apenas parcialmente cumprida, dando as empresas prevalência ao direito de privacidade dos seus administradores.

Tabela n.º 4 - Divulgação da Remuneração do Conselho de Administração¹³⁴

Empresa	Divulgação da Remuneração do C. A.	
	Agregada	Individualizado
	✓	✓ (Divulgação desde 2009)
	✓	✓ (Divulgação desde 2009)
	✓	✓ (Divulgação desde 2009)
	✓	✓ (Divulgação desde 2010)
	✓	✓ (Divulgação desde 2008)

4. Da Apreciação Crítica dos Resultados da Análise Empírica

Da análise elaborada na presente parte da dissertação, vários vectores foram analisados relativamente ao tema das remunerações. Pretendia-se perceber a viabilidade de definir um padrão de decisões em matéria remuneratória em empresas com algumas

¹³⁴ Não obstante a imposição legal de divulgação de informação imposta pela Lei n.º 28/2009, nesta tabela analisa-se o cumprimento da Recomendação da CMVM face à divulgação anual das remunerações dos membros dos órgãos de administração de forma agregada e individual, incluindo a remuneração recebida em outras empresas do grupo ou em empresas controladas por accionistas titulares de participações qualificadas.

características idênticas, embora tendo em conta o facto de todas as empresas analisadas operarem em sectores de negócio completamente diferentes e, por isso, os resultados terem de ser interpretados tendo em conta essa questão.

Como pontos que influenciam as decisões em matéria remuneratória podem ressaltar-se os seguintes:

- Estrutura de Capital;
- Dimensão da Empresa;
- Experiência no Mercado de Capitais;
- Estabilidade da Gestão;
- Utilidade económica da divulgação de dados;
- Modelo de Governo Societário.

Desta forma, cumpre apreciar criticamente cada um dos vectores que foram *supra* analisados tendo em conta estes pontos.

O facto de todas as empresas analisadas terem constituído uma comissão de remunerações, não é de todo uma surpresa¹³⁵. A dimensão destas empresas, a experiência que já adquiriram no mercado de capitais e, obviamente, a recomendação da CMVM¹³⁶ torna esta solução transversal a todas estas empresas.

No entanto, ao nível da sua composição verificam-se diferenças que resultam da estrutura de capital da sociedade em causa. Em empresas como a Sonae e a Mota-Engil em que o capital social é concentrado e de cariz marcadamente familiar, ou seja, o controlo destas duas sociedades é da responsabilidade de duas famílias, respectivamente, este facto espelha-se na comissão de remunerações. Assim, nestas empresas existem membros do conselho de administração com relação directa com os accionistas de controlo que são, simultaneamente, membros da comissão de remunerações, contrariando a recomendação da CMVM que se refere à independência destes membros¹³⁷.

¹³⁵ Até porque é uma das possibilidades legalmente consagradas (arts 399º e 429º CSC).

¹³⁶ Acrescente-se que o próprio CSC refere a possibilidade de formação desta comissão de remunerações.

¹³⁷ *vd.* FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, p.77

Se a existência de uma comissão de remunerações surge com o intuito de mitigar o problema de agência, quando os seus membros são relacionados directamente com accionistas de controlo essa ideia fica contaminada. Fica um claro desequilíbrio entre accionistas de controlo e accionistas minoritários¹³⁸.

Como se disse, o facto de a composição da comissão de remunerações não ser independente na Sonae e na Mota-Engil, é de alguma forma previsível precisamente pela existência de um capital social concentrado e uma vertente familiar que está espelhada na gestão da sociedade.

Nas restantes empresas, existe um esforço em manter a composição desse órgão independente. Na EDP a composição coincide com membros do Conselho Geral e de Supervisão¹³⁹, o que de alguma forma espelha não apenas o modelo de governo societário adoptado, mas também o capital mais disperso que a EDP tem¹⁴⁰, não sendo imposto pelos accionistas nenhum membro. A composição das comissões de remuneração das restantes empresas não tem relação com o Conselho de Administradores, mas são nomeados pelos accionistas principais, até porque também são empresas caracterizadas pelo capital social ser concentrado e adoptam um modelo de governo clássico¹⁴¹.

A comissão de remunerações é o órgão competente para fixar as remunerações dos administradores. A escolha desta comissão, em todas as empresas analisadas, é a atribuição aos administradores executivos de uma componente fixa e outra variável na sua remuneração.

Apenas no caso da Mota-Engil e da Galp Energia¹⁴², existe uma discrepância entre a percentagem da componente fixa da remuneração e da variável, sendo a primeira substancialmente maior.

As restantes empresas analisadas têm as componentes fixa e variável da remuneração bastante próximas, demonstrando que a adopção da componente variável

¹³⁸ Embora no Relatório e Contas de 2012 das duas empresas se refira que os membros da Comissão de Remunerações que pertencem simultaneamente ao Conselho Administração não irão decidir em situações de conflito de interesses.

¹³⁹ Tal questão deve-se ao facto da EDP adoptar o modelo de governo dualista.

¹⁴⁰ Não obstante existir uma accionista com mais de 20% do capital social

¹⁴¹ A comissão de Remunerações é uma emanção da Assembleia Geral de Accionistas, uma vez que não existe o Conselho Geral e de Supervisão.

¹⁴² Ainda que tenha um capital social concentrado, em que a Amorim Energia, B.V. com 38,34% do capital social, não tem a componente familiar que existe em empresas como a Mota-Engil.

da remuneração é actualmente considerável e uma prática comum nas empresas analisadas¹⁴³.

Neste sentido, não é possível afirmar a existência de um padrão relativamente à percentagem da componente fixa ou da variável no total do pacote remuneratório, consoante uma empresa se caracterize por capital concentrado ou disperso ou consoante o modelo de governo adoptado. Na realidade, são particularidades não apenas da estrutura das sociedades, mas do próprio negócio que parecem influir.

Ainda relacionado com a remuneração variável, todas as empresas referidas publicam os critérios em que se baseiam para o seu cálculo. Nesse âmbito é particularmente evidente que cada sector de actividade terá indicadores característicos, no entanto pode afirmar-se que, em geral, a remuneração variável de todas as empresas analisadas é calculada com base no desempenho da empresa¹⁴⁴ e no desempenho individual do administrador, variando a percentagem de ponderação de cada um dos factores consoante a empresa. Relativamente a este vector é de referir que as empresas em análise encontraram soluções idênticas para os critérios de cálculo da componente variável da remuneração¹⁴⁵.

Como se densificou na parte teórica da presente dissertação, a remuneração poder ser atribuída de diversas formas, sendo comum a todas as empresas, como já se verificou, o pagamento em *cash*. A atribuição de *stock options* como forma de pagamento é uma solução típica de empresas com o capital social disperso, não tendo propriamente enquadramento em empresas de capital social concentrado¹⁴⁶, características da realidade portuguesa, em que existe coincidência entre os membros do conselho de administração e os representantes dos accionistas maioritários. Ainda assim, a Sonae atribui planos de opções aos seus administradores não executivos como forma de remuneração.

¹⁴³ E em todas as empresas integrantes do PSI 20, de acordo com Relatório *sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações – Índice e Rating de Governo Societário* elaborado pelo Centro de Estudos Aplicados Católica, 2012

¹⁴⁴ Variando aqui os índices que entram no calculo, uma vez que se encontram adequados ao sector de actividade.

¹⁴⁵ No entanto, a forma como estas indicações estão disponibilizadas não é de todo uniforme, sendo que o nível de rigor de algumas empresas é muito superior a outras, que fazem apenas breves referências.

¹⁴⁶ Como a maioria das empresas em análise na presente dissertação.

A existência de *Golden Parachutes* não se verifica em nenhuma das empresas analisadas¹⁴⁷, sendo cumprida a recomendação da CMVM nesta matéria. Os planos de reforma atribuídos aos administradores executivos também não são assim tão comuns, existindo actualmente apenas na Galp Energia e na Mota-Engil.

A forma principal de remuneração utilizada por estas empresas é, sem qualquer dúvida, o *cash*. Porém, a dimensão, a cultura e a estrutura das empresas portuguesas é coerente com esse factor. As restantes formas de pagamento não são típicas da nossa economia.

Relativamente ao diferimento do pagamento da componente variável, o mesmo corresponde a uma recomendação da CMVM¹⁴⁸, com o intuito de alinhar os interesses entre administradores e accionistas no longo prazo, propondo um prazo de 3 anos. Este mecanismo, enquadrado na experiência internacional¹⁴⁹, parece ser fundamental para estruturar a recomendação e não é adoptado por todas as empresas analisadas. Quer a Mota-Engil, quer a Semapa, não fazem qualquer diferimento da componente variável da remuneração dos seus administradores executivos.

Neste campo, entram factores como a estabilidade da gestão e a concentração do capital social, uma vez que nas empresas analisadas a composição do Conselho de Administração é, de alguma forma, estável, não sendo constantemente alterado. Por outro lado, estas empresas entendem que não necessitam desse mecanismo para alinhar, no longo prazo, os interesses entre seus administradores e accionistas.

A temática da remuneração não reside apenas nas opções quanto à política remuneratória ou ao órgão responsável pela sua definição. A divulgação das remunerações auferidas e das decisões relativas a esse campo efectivam muitas das suas opções¹⁵⁰.

Desta forma, se actualmente no ano de 2012 todas as empresas analisadas cumpriam a recomendação da CMVM relativa a divulgação agregada e individual das

¹⁴⁷ Relembre-se a este propósito, a experiência internacional, o famoso caso da *Walt Disney and Co.* anteriormente mencionado.

¹⁴⁸ Recomendação III.4 CGS da CMVM

¹⁴⁹ Em que ocorria manipulação de resultados no curto prazo para que a remuneração variável aumentasse.

¹⁵⁰ Existe uma interligação entre a estrutura remuneratória e a sua divulgação, vd. FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, pp.3 e ss.

remunerações auferidas pelo Conselho de Administração, o caminho para este resultado não foi pacífico. Efectivamente, a maioria das empresas apresentou alguma resistência na divulgação das remunerações em termos individuais, fazendo-o apenas com a entrada em vigor da Lei n.º 28/2009.

Argumentam as empresas que, fazendo uma análise do custo/benefício, haveria um maior benefício na reserva de intimidade dos membros do Conselho de Administração.

Ao longo desta análise, percebeu-se a existência de uma interligação entre os vários vectores analisados. A complementaridade entre a composição da comissão de remunerações, a política de remunerações que a mesma vai definir e a sua disponibilização ao público estão condicionadas. Percebeu-se também que existe alguma uniformização nas soluções adoptadas pelas empresas, não obstante diferenças que possam apresentar face ao sector de negócio.

Assim, ainda que a estrutura de capital das empresas analisadas não coincida, não é possível, através da presente análise, estabelecer um padrão de decisões separado pela estrutura de capital das empresas. Claramente se verifica uma tendência para adopção de boas práticas de governo, verificando-se apenas em alguns pormenores¹⁵¹ características das empresas.

Por outro lado, antevê-se, no âmbito das remunerações dos administradores executivos, uma preocupação em mitigar os referidos problemas de agência, em particular aquele que se estabelece entre os accionistas de controlo e os minoritários. Aspecto que não é surpresa tendo em conta a dimensão das empresas, o nível de regulamentação a que estão sujeitas e o próprio interesse económico que têm na adopção de boas práticas de governo, já que são empresas cotadas em bolsa¹⁵².

Conclui-se assim que, da análise feita, existe uma tendência para a uniformização das práticas remuneratórias adoptadas pelas empresas, ressalvando-se, no entanto, que a análise a que se procedeu apenas considera cinco das empresas do PSI20, não tendo por isso um carácter rigoroso ou universal.

¹⁵¹ Nomeadamente a composição da comissão de remunerações

¹⁵² Estando provada a relação positiva entre a adopção das boas práticas de governo societárias e o bom desempenho no mercado de capitais.

Conclusão

Ao longo dos tempos, a estrutura remuneratória dos administradores (executivos) tornou-se um instrumento - um instrumento de gestão. A crise financeira que colocou a matéria remuneratória sob discussão, veio mostrar que a remuneração, além de potenciar a assunção de risco excessivo por parte dos administradores, pode regular o perfil de risco pretendido pelos accionistas.

Sem dúvida que esta problemática do tema das relações entre os administradores e accionistas se coloca de forma muito mais intensa nas sociedades com dispersão do capital social, como foi discutido, não sendo propriamente um problema das sociedades comerciais portuguesas cujo activismo accionista é bastante acentuado, permitindo-se um maior acesso dos accionistas (maioritários) a toda a informação das empresas. No entanto, a identificação destes potenciais problemas não deixa de ser benéfica, podendo mesmo mitigar riscos (futuros).

Ainda que a relação de agência estabelecida no âmbito das sociedades portuguesas seja antes entre accionistas de controlo e accionistas minoritários, todas estas questões não deixam de ser colocadas, uma vez que a gestão, nesse caso, passa a ser facilmente conduzida pelos accionistas de controlo, podendo ser utilizada para extrair benefícios que não estão ao alcance dos accionistas minoritários, nem são coerentes com os seus interesses ou com os da sociedade.

A transparência e a importância de divulgação das informações dentro da própria sociedade são conceitos-chave ao longo de toda esta dissertação e acabam por surgir também como formas de mitigar o problema de agência causado, independentemente da sua configuração, em parte, pelas remunerações e, por outro lado, possivelmente solucionado por estas. As empresas têm considerado uma análise ao custo/benefício da adopção de uma postura transparente e, sem dúvida, que a tendência corre no sentido de um maior nível de *disclosure*, o que obviamente não poderia deixar de ocorrer, tendo em conta a *sociedade de informação* que impera actualmente. Aliás, não pode deixar de se fazer referência à análise empírica elaborada na presente dissertação que permite perceber a tendência para uniformização quanto às decisões das empresas no âmbito das remunerações dos administradores executivos.

Os vários tipos de remuneração reflectem-se de forma diferente no alinhamento dos incentivos entre administradores e accionistas e, mesmo aqueles que aparentemente são idóneos para o efectivo alinhamento, têm de ser bem construídos e, muitas vezes, diferidos para acompanharem os resultados a longo prazo das empresas, bem como divulgados. Como se verificou, as empresas analisadas neste âmbito são unânimes quanto à escolha da remuneração variável (condicionada por critérios pré-elencados) como modo de alinhamento dos interesses entre os administradores e a própria sociedade, embora nem sempre se tenha verificado o diferimento desta componente variável.

É neste campo que a intervenção ou a influência dos accionistas tem a maior relevância, uma vez que são os principais interessados no sucesso da empresa. Sendo esta uma matéria tão sensível para a própria sustentabilidade da sociedade no longo prazo, os accionistas devem ter uma intervenção fundamental conseguida, como anteriormente se explicou, através dos arts. 399º CSC e 429º CSC. Sendo crucial não esquecer o obrigatório princípio *say on pay*, que acaba por potenciar o acesso dos accionistas a um maior nível de informação, que antes de entrar em vigor a Lei n.º 28/2009 apenas acontecia caso a sociedade acolhesse a recomendação da CMVM nessa matéria, facilitando também o acesso a este tema por parte dos accionistas minoritários.

A identificação da importância desta questão, a sua ligação à situação de crise financeira a nível mundial e a pressão causada pelo contínuo escrutínio do público, leva à crescente tendência de regulação com o objectivo de intervenção de todos os accionistas nas matérias que colocam em evidência conflitos de interesse, como é o caso da remuneração dos administradores. Tem-se assistido à exigência de um crescente detalhe nestas matérias, até porque em Portugal, como se verificou, a questão coloca-se essencialmente entre accionistas de controlo e accionistas minoritários, sendo a divulgação da política remuneratória umas das formas mais eficazes de mitigar a extracção de *private benefits of control* e, refira-se a este propósito, a evolução favorável das empresas quanto à divulgação destas matérias e à adopção de boas práticas remuneratórias.

Bibliografia

- ABREU, J.M. Coutinho, *Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades*, 2ª edição, Almedina, 2010
- BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932
- CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, Revista do Direito das Sociedades e Governance Lab, Ano III, 2011
- CÂMARA, Paulo, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro: um retrato anatómico, Conflito de Interesses no direito societário e financeiro - um balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Janeiro de 2010
- CÂMARA, Paulo, *Say on Pay: O dever de apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Abril-Junho 2010
- CAMPOS, Ana Rita Almeida, *Comissões Especializadas, Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012
- CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics, *Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações – Índice e Rating de Governo Societário* elaborado pelo Centro de Estudos Aplicados Católica, 2012
- COFFEE, John C, *A theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe differ*; Columbia Law and Economics, Working Paper no. 274, Março 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=6945581>

- COFFEE, John C, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School, working paper no. 214, Janeiro 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=373581>
- CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª edição, Almedina, 2010
- CORDEIRO, António Menezes, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Lex, Lisboa, 1997
- CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades I, Das Sociedades em Geral*, Almedina, 2007
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Almedina, 2010
- FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh e UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors Pay in Europe: A comparative and empirical analysis*, ECGI, working paper no. 126/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>
- GIÃO, João Sousa, *Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores”- Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, Janeiro de 2010
- GOMES, Fátima, *Remuneração de Administradores de Sociedades Anónimas “cotadas”, em geral e no “Sector financeiro” em particular”, I Congresso – Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2011

- GOMES, José Ferreira, *Conflito de Interesses, Código de Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, 2012
- GUEDES, Inês Ermida de Sousa, *A Remuneração dos administradores. Perspectiva a partir da crise de 2008*, Almedina, Coimbra, 2011
- Instituto Português de Corporate Governance, *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, 2006, disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf
- JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, European corporate governance institute, Julho de 2004, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305
- LARCKER, David, MCCALL, Allan, ORMAZABAL, Gaizka e TAYAN, Brian, *Ten Myths of "say on pay"*, Stanford Closer Look Series, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2094704>
- MATOS, Pedro Vargas, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns Problemas e Soluções*, Cadernos de Valores Mobiliários, n.º 33, Agosto de 2009, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C33Art41.pdf>
- MELIS, Andrea, *Corporate Governance Failures. To what extent is Parmalat a particularly Italian case?*, Centre of Corporate Governance Research , Birmingham Business school, Blackwell Publishing Ltd, Setembro de 2004
- MUSAALI, Miriam, *Directors remuneration, who should decide?*, Janeiro de 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407389>

- OLIVEIRA, António Fernandes de, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 19, Dezembro de 2004, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C19oliveira.pdf>
- SILVA, Paulo Pereira da, *Comissão de Remunerações, Compensação dos gestores e desempenho das empresas*, Cadernos de Valores Mobiliários
- SIMÃO, Jorge André Cárita, *A Remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas implicações no contexto de crise financeira mundial*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, nº 3 e 4, Almedina, 2010