

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**ESCOLA DE LISBOA**



**UNIVERSIDADE**  
**CATÓLICA**  
**PORTUGUESA**

**Da Remuneração dos Administradores:**

*Em particular, a influência do desempenho individual e coletivo sobre a remuneração dos administradores executivos nas sociedades cotadas portuguesas*

**INÊS FERREIRA LOURENÇO**

Mestrado em Direito e Gestão

Dissertação para Obtenção do Grau de Mestre sob a Orientação de:

**Professor Doutor Evaristo Ferreira Mendes**

Abril 2022

## **Agradecimentos**

Aos meus pais. Em vós sempre encontro a força que procuro e o amor com que tanto  
me abraçam.

Ao Pedro, pela compreensão e amor.

Aos meus avós.

Um agradecimento especial ao Professor Evaristo Mendes, pela constante  
disponibilidade e preocupação.

## Siglas e Abreviaturas

Ac.	Acordão
Al.	Alínea
Art.	Artigo
Cap.	Capítulo
Cfr.	Conferir
CGS	Código de Governo das Sociedades
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CR	Comissão de Remunerações
CVM	Código dos Valores Mobiliários
EBIT	<i>Earnings before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EPS	<i>Earnings per Share</i>
<i>Ib.</i>	<i>Ibidem</i>
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
N.	Número
P.	Página
RF	Remuneração Fixa
RL	Resultado Líquido
ROC	Revisor Oficial de Contas
RV	Remuneração Variável
SROC	Sociedade Revisora Oficial de Contas

TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
UE	União Europeia
<i>Vd.</i>	<i>Vide</i>

### **Palavras-chave**

Remuneração; administradores executivos; desempenho; sustentabilidade; conflitos de interesses; risco; divulgação de informação; ESG; sociedades cotadas portuguesas; *Euronext*.

### **Keywords**

*Remuneration; executive directors; performance; sustainability; conflicts of interest; risk; disclosure; ESG; Portuguese listed companies; Euronext.*

## Índice

<b>Introdução.....</b>	<b>7</b>
<b>I - Conflitos de interesses entre acionistas e administradores.....</b>	<b>8</b>
Divulgação da informação .....	10
Sustentabilidade .....	11
<b>II - Evidência da preocupação legislativa e recomendatória em torno da conexão da remuneração com o desempenho .....</b>	<b>12</b>
Estados Unidos da América e Reino Unido .....	12
União Europeia.....	13
Portugal .....	16
<b>III - Remuneração .....</b>	<b>18</b>
Conceito .....	18
Componentes.....	18
Remuneração certa e fixa .....	18
Remuneração variável.....	19
Bónus.....	21
Remuneração com base em ações .....	21
Pensões de reforma e complementos de reforma .....	23
Administradores executivos .....	27
Administradores não executivos .....	27
Política de remuneração. <i>Say on Pay</i> .....	28
<b>IV - Poder de decisão acerca da remuneração.....</b>	<b>30</b>
Modelos de governo para fixação da remuneração .....	30
A Comissão de Remunerações .....	33
Constituição.....	33
<b>V - Métricas para avaliar o desempenho .....</b>	<b>34</b>
<b>VI - Evidência empírica por extração de resultados de estudos sobre o tema e análise de uma amostra de sociedades integrantes do PSI20.....</b>	<b>36</b>
Análise de cinco sociedades cotadas em Portugal.....	37

Processo de decisão da remuneração atribuível e independência das estruturas competentes .....	38
Modelo de governo.....	39
Remuneração variável. Composição e conexão com o desempenho .....	40
Sustentabilidade: Mitigação de conflitos de interesses, Risco e Divulgação de informação .....	50
<b>Conclusão .....</b>	<b>52</b>

## Introdução

A constatação da ineficácia dos sistemas de governo das sociedades, sobretudo sentida na primeira década do atual milénio, é presentemente tida como indubitável. Os sucessivos escândalos financeiros da *Enron*, *Worldcom*, *Ahold*, *Adelphia*, *Parlamat* e mais recentemente, da *Carrilion*<sup>1</sup>, entre outros, deram especial visibilidade a um conjunto de problemas atinente à governação societária<sup>2</sup> que, até então, não merecera a devida atenção das principais instituições supervisoras europeias e mundiais.

Remunerações dos administradores executivos manifestamente elevadas, premiando de forma desmensurada o bom desempenho e por vezes sem prévio estabelecimento dos critérios subjacentes à política de remunerações prosseguida, constituem parte da explicação para a dimensão que o tema da remuneração dos administradores veio ocupar. Por outro lado, os esquemas de incentivos atribuídos, maioritariamente em função dos resultados a curto prazo, motivavam os administradores a incorrer num risco excessivo<sup>3</sup>, em prejuízo da sustentabilidade económica da sociedade no longo prazo.

Perante tais deficiências de governação societária, percebeu-se outro tanto fundamental: a paralela ineficácia e insuficiência de disposições legislativas e recomendatórias capazes de tornar a atuação dos administradores e respetivas sociedades mais criteriosa, portanto, com um maior nível de exigência face a estas, sobretudo em torno da divulgação de informação e fomento de políticas internas promotoras de sustentabilidade.

A remuneração em função do desempenho, que, no entanto, se resume na maior parte dos casos a uma gestão por resultados, induz a produtividade dos negócios, para além de poder ser uma vantagem competitiva, se corretamente delineada. Para tanto, a estipulação de objetivos a alcançar e o seu conhecimento por parte dos administradores executivos é

---

<sup>1</sup> O colapso desta gigante empresa britânica de construção, em 2018, veio revelar os perigos associados a uma fraca sustentabilidade empresarial e insuficiente intervenção regulatória, face à facilidade de manipulação de contas e crescente endividamento para com os fornecedores que a sociedade evidenciava. Para um maior desenvolvimento, *Vd. MACASKILL, Andrew, Carillion bosses' personal greed and recklessness led to downfall: MPs, Reuters, <https://www.reuters.com>.*

<sup>2</sup> Falamos de manipulações de resultados contabilísticos; fiscalizações - internas e externas - deficientes, com auditores não independentes; práticas potenciadoras da criação de situações de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, como a indistinta remuneração entre administradores executivos e não executivos. ABREU, Jorge Manuel Coutinho, (2006), p.8.

<sup>3</sup> SIMÃO, Jorge André Carita, (2010), p. 804.

fulcral para que possa existir uma mensuração do desempenho e para aferir se uma correspondente remuneração é adequada.

Trata-se, portanto, de perceber de que forma o desempenho dos administradores executivos, e da sociedade, contribui para o sucesso da estratégia empresarial a longo prazo e, por outro lado, como esse desempenho se reflete na remuneração atribuível aos administradores executivos.<sup>4</sup>

## I - Conflitos de interesses entre acionistas e administradores

A relevância dada ao tema da remuneração dos administradores foi igualmente suscitada pela verificação de um padrão de separação crescente entre a propriedade e o controlo das sociedades, sobretudo a partir de finais do século XX<sup>5</sup>. A teoria da agência assim o sugere, enquadrando os administradores – agentes idealmente orientados para a prossecução dos interesses da sociedade, por conta e no interesse da mesma<sup>6</sup> - enquanto detentores do controlo mas não da propriedade das instituições societárias, e os acionistas enquanto proprietários, pelo menos económicos, das mesmas, mas sem um papel de gestão ativa.<sup>7</sup>

Assim sucede nas sociedades cotadas anglo-saxónicas e designadamente americanas, pela inerente dispersão de capital e multiplicidade de acionistas, em que os investidores institucionais detêm mais de metade das ações<sup>8</sup>, paralelamente a um amplo poder decisório dos administradores executivos. Nos países de matriz continental, como Portugal, a realidade é, por norma, bastante distinta, com o capital acionista de controlo nas mãos de um pequeno grupo de acionistas, com poder de influência na gestão da vida societária, mesmo sendo a administração juridicamente independente da coletividade social nas sociedades anónimas<sup>9 10</sup>.

---

<sup>4</sup> No presente estudo, não será objeto de análise a remuneração dos administradores nos setores financeiro e bancário.

<sup>5</sup> MURPHY, Kevin, in ASLAMA, Ejaz, HARONA, Razali e TAHIR, Muhammad, (2019), p. 186. Também neste sentido, CUNHA, Paulo Olavo, (2019), p. 562.

<sup>6</sup> Esta orientação é conhecida por *shareholder primacy*. SIMÃO, Jorge Carita, *ib.* p. 810.

<sup>7</sup> BERLE, A., e MEANS, G., in SERAPICOS, Armando, LEITE, Joaquim e FERNANDES, Paula, (2019), p. 3.

<sup>8</sup> ABREU, J. M. C., *ib.* p. 12.

<sup>9</sup> Cfr. artigos 373º, n.º 3, e 405º do CSC.

<sup>10</sup> Alexandre de Soveral Martins chama a atenção para os conflitos que poderão existir, nesta lógica, entre principais e não num panorama de conflito agente-principal. MARTINS, Alexandre de Soveral, (2020), p. 110 e ss.

Nos países em que a realidade é a dispersão do capital, os acionistas, por serem muitos, mas por terem pouco peso na influência de decisões, não dispõem de incentivos para suplantar os custos em que incorreriam para alterar esta situação, sendo o caminho mais fácil a alienação de ações quando insatisfeitos com a gestão da sociedade.

Diversamente, nos países, como o nosso, em que a realidade é a concentração de capital, com um menor poderio das ações para os investidores institucionais, o cerne do problema remete-nos para a fraca capacidade de influência dos acionistas minoritários face aos majoritários, por um lado – tornando difícil a possibilidade de alienação das ações em boas condições e resultante saída da sociedade, dada a menor liquidez do mercado português – e, por outro lado, para o perigo de, apesar do referido princípio de independência, os acionistas majoritários desproverem de poder, em sentido material, os administradores.<sup>11</sup>

JENSEN e MURPHY referem que a assimetria da informação que existe entre ambos – dados os custos de contratação ótima – em muito contribui para que as diferentes motivações se acentuem e repercutam na valorização da sociedade<sup>12</sup>. A atuação dos administradores não é facilmente perceptível pelos acionistas, desconhecendo estes em que medida a atuação daqueles irá aumentar os seus níveis de riqueza<sup>13</sup>.

JENSEN e MECKLING, a propósito do modelo de capital disperso norte-americano, salientam que os custos derivados do problema de agência residem, sobretudo, no esforço de monitorização da atividade dos administradores<sup>14</sup>. A assimetria de informação subjacente à relação entre as partes impede uma monitorização eficiente, pelo que um contrato de incentivos orientado para os resultados alcançados pelo agente, se assume como o caminho a seguir.<sup>15</sup>

O estabelecimento de níveis de remuneração adequados, através de incentivos que se coadunem com o desempenho ótimo da empresa, constitui uma forma de, segundo a teoria

---

<sup>11</sup> ABREU, J. M. C., *ib.*, p. 12-15.

<sup>12</sup> JENSEN, Michael. e MURPHY, K., (1990), p 225-226.

<sup>13</sup> JENSEN, Michael. e MURPHY, K., *ib.*, p. 226.

<sup>14</sup> Informação colhida em AZIM, Mohammad, MEI, Joyce e RAHMAN, (2011), p. 17.

<sup>15</sup> SERAPICOS, Armando, LEITE, Joaquim e FERNANDES, Paula, *ib.* p. 4.

da agência, mitigar conflitos de interesses e minorar os custos de agência suportados pelo principal (acionistas).<sup>1617</sup>.

Independentemente da matriz europeia ou anglo-saxónica das instituições, o tema merece especial convocação nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, em virtude de a negociação deste tipo de ações acentuar a clivagem entre a propriedade corporativa e o controlo.

### Divulgação da informação

O reforço da transparência e da divulgação da informação entre administradores e acionistas é crucial, para que se entenda de que forma a atuação dos administradores influi no processo de desenvolvimento da sociedade e se possa avaliar a medida do seu desempenho para efeitos de remuneração.<sup>18</sup> De facto, se a informação não for disponibilizada de forma clara e transparente, os investidores, pela assimetria da informação a que se deparam sujeitos, poderão exigir um maior retorno pelo investimento – prémio de risco – ou estarem apenas dispostos a comprar as ações a um preço abaixo do seu valor de mercado.<sup>19</sup>

Contudo, importante é também olhar para o reverso da medalha. Nesse sentido argumentos têm sido utilizados contra a divulgação exhaustiva de informação, na medida em que poderá ter efeitos perversos e contrários às vantagens expectáveis advindas de boas práticas divulgatórias. Por um lado, é apontada a diminuição ou desproteção da esfera privada dos administradores; por outro, discute-se o aumento dos níveis remuneratórios enquanto meio de demonstração da vitalidade (aparente) da sociedade e do seu poderio financeiro quando comparada a outras dentro do mesmo ramo e setor<sup>20</sup>. Ou seja, precisamente por a remuneração estar exposta ao público, poderá a sociedade

---

<sup>16</sup> JENSEN, Michael. e MURPHY, K, *ib.*, p. 226.

<sup>17</sup> Chamando à atenção para a importância de sistemas de remuneração alinhados com os resultados, sob pena de a remuneração poder tornar-se um problema de agência em si mesmo, *vd.* YERMACK, D., BERTRAND, M. e MULLAINATHAN, S., e BEBCHUCK, L. e FRIED, J., in AZIM, Mohammad, MEI, Joyce e RAHMAN, *ib.*, p. 17. Outros autores, como LAWLER, e MILKOVICH e WIGDOR defendem que para a construção de sistemas de remuneração eficientes, deve existir uma ligação clarividente entre remuneração e desempenho, *Vd.* AZIM, Mohammad, MEI, Joyce e RAHMAN, *ib.*, p. 17. *Vd.* Ainda GIÃO, João S., in CÂMARA, Paulo (et. Al.), (2010), p. 268 e ss., que percebe a possibilidade de a remuneração ser um problema, portanto, fonte de conflitos, e solução para o problema em si, se corretamente delineada.

<sup>18</sup> SIMÃO, J. A. C., *ib.*, p. 811.

<sup>19</sup> MARTINS, A. S., *ib.*, p. 34.

<sup>20</sup> CLARK, Kim, in PINHEIRO, R. M. Gomes, (2010), p. 23.

incorrer num aumento dos seus níveis remuneratórios de modo a fomentar uma imagem competitiva face às suas rivais.

Alerte-se ainda para outro aspeto: a divulgação de informação em períodos de tempo pouco intervalados pode levar a políticas de curto prazo de forma a empolar os resultados alcançados<sup>21</sup>.

## Sustentabilidade

Salvo tratando-se de simples especuladores, os acionistas ao investirem na sociedade, fazem-no, em regra, com a expectativa de que os administradores irão aplicar e gerir o seu investimento com vista à criação de valor a longo prazo. Isto contrasta, no entanto, com a frequente visão miópica dos administradores, traduzida na apetência destes em tomar decisões concernentes a investimentos em projetos que conduzam a um retorno a curto prazo, em sacrifício da sustentabilidade futura.<sup>22</sup>

No campo societário e sobretudo para as sociedades anónimas com maior peso e dimensão, a preocupação com a inclusão da ótica de longo prazo nas práticas quotidianas e de gestão, promovendo a sustentabilidade económica da empresa, tem sido crescente.

A sustentabilidade é, no entanto, pensada para um vasto campo de atuação, em que se incluem políticas ambientais e de proteção dos trabalhadores, bem como o desenvolvimento e solidez financeira no seio das instituições. Como realça EVARISTO MENDES, as sociedades anónimas abertas tanto podem ser a origem de muitos problemas neste particular domínio, como podem ter um papel preponderante para a sua mitigação<sup>23</sup>. É perante esta lógica de raciocínio, que o reporte da informação não financeira se assume cada vez mais como uma vertente crucial<sup>24</sup>.

É hoje evidente que a concentração de esforços das sociedades não pode apenas residir na obtenção do maior lucro possível. A responsabilidade social das empresas vai muito para além daquilo a que nos habituámos no último século, com cada decisão tomada a impactar a esfera societária, mas também toda a comunidade global, em termos ambientais e sociais, sobretudo. Como tal, os fatores ESG (*Environmental, Social and Governance*) dão corpo à responsabilização empresarial, constituindo-se como um

---

<sup>21</sup> MARTINS, A. S., *ib.*, p. 34.

<sup>22</sup> MURPHY e ZIMMERMAN in AZIM, Mohammad, MEI, Joyce e RAHMAN, Samina, *ib.*, p. 17.

<sup>23</sup> MENDES, Evaristo F., (2017), p. 3.

<sup>24</sup> MENDES, Evaristo F., *ib.* p. 3.

elemento de avaliação preponderante para efeitos de determinação da remuneração atribuível aos administradores executivos<sup>25</sup>.

A própria política de remuneração deverá expressar a preocupação atinente à construção de um desenvolvimento sustentável da sociedade e não se deverá associar, na sua predominância, a objetivos de curto prazo<sup>26</sup>.

### III - Evidência da preocupação legislativa e recomendatória em torno da conexão da remuneração com o desempenho

#### Estados Unidos da América e Reino Unido

As iniciativas legislativas e regulamentares, determinantes para o estudo da remuneração dos administradores e sua ligação com o desempenho, verificaram-se a partir de meados do século XX, nos EUA.

Desde logo, há a notar o *Model Business Corporation Act*, de 1950, que atendendo a preocupações de governo societário procurou uniformizar as várias opções legislativas oriundas dos estados norte-americanos.

Mais tarde, em 1994, surgem os *Principles of Corporate Governance*, do *American Law Institute*, que em especial se debruçaram sobre os conflitos de interesses passíveis de existirem no seio societário.

Posteriormente, em 2002, é publicada a *Lei Sarbanes-Oxley*, com um forte pendor protecionista dos investidores – sobretudo no que toca ao reporte da informação – na sequência dos escândalos financeiros a que se tinham assistido previamente.

No RU, assumiu especial relevo o relatório Cadbury<sup>27</sup>, de 1992, mas com influência para além do espaço britânico. O Código de Boas Práticas que dele emergiu, apesar de pensado para as sociedades cotadas, é enformado por princípios que são comuns à generalidade das sociedades, assim como o é nos restantes códigos de governação de sociedades que

---

<sup>25</sup> Encontra-se, inclusive, a decorrer um inquérito a nível global, promovido pelo *International Valuation Standards Council*, que tem o objetivo de proceder à quantificação das componentes determinantes dos fatores ESG, para que estes sejam incluídos nas Normas Internacionais de Avaliação. Para um maior desenvolvimento, *vd.* <https://www.ivsc.org/esg-survey/>.

<sup>26</sup> Cfr. Considerando 29 da Diretiva EU 2017/828 do Parlamento europeu e do conselho de 17 de maio de 2017.

<sup>27</sup> Disponível em <https://ecgi.global/cadbury>.

depois dele vieram. Estes códigos não têm por objetivo densificar exhaustivamente o regime das sociedades cotadas, pois se tal acontecesse, poderia assistir-se a um distanciamento por parte dos investidores<sup>28</sup>. O intuito é fomentar nas empresas, a consciência da importância da assunção de responsabilidades.

Este código foi responsável pela introdução do princípio *comply or explain*, mediante o qual as sociedades deveriam explicar e justificar as situações de incumprimento, postulado esse que se mantém até hoje. Do ponto de vista das recomendações abordadas no código e relevantes para o tema que nos interessa, note-se a independência que deve alicerçar e caracterizar a atuação da maioria dos administradores não executivos<sup>29</sup>; a divulgação clara da informação quanto à remuneração auferida pelos administradores executivos, a par de uma explicação sobre a forma como o desempenho é medido para o efeito<sup>30</sup>; a elaboração da remuneração dos administradores executivos por um comitê de remunerações constituído por administradores não executivos, inteiramente ou na sua maioria, a par do afastamento dos administradores executivos do poder de decisão acerca da sua própria remuneração<sup>31</sup>.

## União Europeia

Em 1999, surgem os Princípios da OCDE, que com a sua revisão em 2004, reforçaram as boas práticas de governo das sociedades – nomeadamente em matéria de remuneração<sup>32</sup> - fornecendo importantes linhas orientadoras para o mercado de capitais. Como evidenciado pelo seu preâmbulo, é necessário o estabelecimento de incentivos capazes de alinhar a atuação dos administradores com o interesse social<sup>33</sup>. A divulgação de informação e transparência foram igualmente visadas nos Princípios, nomeadamente no que respeita ao reporte da situação financeira, à política de remunerações dos administradores e à sua independência<sup>34</sup>.

Entretanto, surgiram outros textos que contribuíram para uma maior clarificação na matéria.

---

<sup>28</sup> Neste sentido, vd. MARTINS, A.S., *ib.*, p. 31.

<sup>29</sup> Vd. *Code of best practices*, ponto 2.1. e 2.2.

<sup>30</sup> Vd. *ib.*, Ponto 3.2.

<sup>31</sup> Vd. *Report of the Committee*, ponto 3.3. e 4.42.

<sup>32</sup> Disponível em <https://www.oecd.org>, p. 4.

<sup>33</sup> Princípios OCDE, 2004, p. 11.

<sup>34</sup> Princípios OCDE, 2004, Cap. V.

Estão neste caso as *Corporate Governance Guidelines*, de 2000, elaboradas pela *Euroshareholders* que, embora tendo como ponto de partida os princípios da OCDE, apresentaram diretrizes dotadas de uma maior concretização, com o intuito de reforçar os interesses dos acionistas. Realça-se nelas o apelo à adoção de políticas a longo prazo, de forma a aumentar o retorno para os acionistas<sup>35</sup>.

Outro documento pertinente para o tema de que nos ocupamos, foi o relatório *Winter*, datado de outubro de 2002, com diversas recomendações relativas a questões de transparência, remunerações dos administradores e sua independência, entre outras. No que toca ao papel dos administradores não executivos, é realçado o seu poder de colmatação da assimetria de informação existente entre acionistas e administradores executivos, através da supervisão da atuação destes e do seu desempenho. Para o efeito, o relatório apela à criação de comités de remuneração, constituídos por administradores não executivos e independentes - na sua maioria - e à divulgação da remuneração individual, para ser perceptível a ligação da remuneração com o desempenho da empresa. O relatório considerou ainda que caso a remuneração dos administradores não executivos refletisse o desempenho da empresa, tal obstaria à sua caracterização como independentes.

No seguimento do relatório *Winter*, a Comissão da UE elaborou uma Comunicação<sup>36</sup> em conformidade com a necessidade de modernização da regulamentação europeia em matéria de governo societário. Corrobora as recomendações formuladas pelo relatório *Winter*, conferindo especial ênfase à exigência de aprovação, pela assembleia geral, dos regimes de atribuição de ações e opções enquanto incentivos ou componentes remuneratórias.<sup>37</sup>

Duas recomendações que imensamente contribuíram para a clarificação do regime remuneratório dos administradores das sociedades cotadas foram as recomendações da Comissão de 14 de dezembro de 2004 e de 15 de fevereiro de 2005. Dada a pertinência de ambas, cumpre um olhar mais atento.

A recomendação de 2004 valoriza o reforço da proteção dos acionistas e dos investidores, pela prestação de informação remuneratória transparente a estes<sup>38</sup>, inclusivamente a título

---

<sup>35</sup> *Vd. Corporate Governance Guidelines*, Recomendação 1, p. 2.

<sup>36</sup> COM (2003), 284 final, Bruxelas, 21.5.2003.

<sup>37</sup> COM (2003), 284 final, Bruxelas, 21.5.2003, p. 18.

<sup>38</sup> Recomendação da Comissão 2004/913/CE, considerandos 3 e 5.

individual.<sup>39</sup> A Comissão apela à votação da política de remuneração em assembleia geral, mesmo que meramente consultiva<sup>40</sup>, sendo que para os esquemas de atribuição de remuneração variável, a Comissão requer a aprovação prévia pelos acionistas em assembleia geral<sup>41</sup>.

A recomendação de 2005<sup>42</sup> analisa com particular detalhe o papel dos administradores não executivos na restauração da confiança dos investidores nos mercados de capitais. Assim como na recomendação de 2004, é decisiva a atuação independente<sup>43</sup> dos administradores não executivos, sobretudo para que haja um alinhamento de interesses<sup>44</sup>. É também realçado o papel dos comités de nomeação, remuneração e auditoria, oriundos do conselho de administração, dispondo este conselho de capacidade para definir a composição dos comités, podendo também delegar poderes decisórios nestes, quando tal for admissível à luz da legislação de cada país.<sup>45</sup> Os comités de remuneração deverão ser constituídos inteiramente por administradores não executivos ou membros integrantes do conselho de supervisão<sup>46</sup>.

Indo para além do campo recomendatório, importa realçar o relevo que a matéria veio ocupar na Diretiva dos Acionistas<sup>47</sup> no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. Com a alteração de 2017, foram introduzidos dois artigos fundamentais atinentes ao direito de voto face à política e ao relatório de remunerações. Em termos de pontos a salientar, é estabelecido o direito de voto acionista sobre a política de remuneração em assembleia-geral, devendo ser vinculativo e não meramente

---

<sup>39</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2004/913/CE, considerando 9. Esta declaração sobre a política de remunerações incluir-se-á em relatório autónomo ou nas contas anuais e relatório anual, para além de dever encontrar-se disponível via *web*, Recomendação da Comissão 2004/913/CE, 3.1.

<sup>40</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2004/913/CE, considerando 8.

<sup>41</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2004/913/CE, considerando 10 e Secção IV, 6.1 e 6.2 .

<sup>42</sup> Recomendação da Comissão 2005/162/CE.

<sup>43</sup> O conceito de «independência» é definido aqui pela Comissão enquanto «ausência de qualquer conflito de interesses significativo», *vd.* Recomendação da Comissão 2005/162/CE, considerando 7. Para o efeito, refere ainda a Comissão que um administrador independente não deverá ter «quaisquer relações comerciais, familiares ou outras – com a sociedade, o acionista que detém o controlo ou com os órgãos de direção de qualquer um deles» para que a sua capacidade de atuação não seja desvirtuada, in Secção III, 13.1.

<sup>44</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2005/162/CE, considerandos 7 e 9.

<sup>45</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2005/162/CE, considerando 10. Veja-se que apesar de esta recomendação estar prevista para os comités que são criados no âmbito do conselho de administração, é feita alusão à possibilidade de existirem outras estruturas, externas ao conselho, que devem respeitar as funções atribuídas àqueles, in Secção I, 1.3.2.

<sup>46</sup> *Vd.* Recomendação da Comissão 2005/162/CE, Anexo I, 3.1.2.

<sup>47</sup> Diretiva 2007/36/CE, tendo em conta as alterações introduzidas pela Diretiva 2017/828 e aplicável aos acionistas das sociedades com ações admitidas à negociação. A Diretiva foi transposta, quanto à alteração, pela Lei n.º 50/2020 e pela Lei n.º 99-A/2021.

consultivo<sup>48</sup>; apela-se à contribuição da política remuneratória para a estratégia empresarial da sociedade, numa visão a longo prazo e conforme a um propósito de sustentabilidade, abordando a composição da remuneração fixa e variável<sup>49</sup>; a remuneração variável deverá indicar os critérios financeiros e não financeiros com base nos quais foi determinada, assim como os métodos de avaliação de desempenho e períodos de diferimento<sup>50</sup>; e é exigida a discriminação das componentes de remuneração no relatório sobre remunerações, com foco na sua contribuição para o desempenho a longo prazo<sup>51</sup> e submetendo o relatório a voto consultivo<sup>52</sup>.

## Portugal

Em 1999 surgem as primeiras recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas, posteriormente sujeitas a sucessivas revisões. Sendo um instrumento de *soft law*, por não terem força imperativa, sujeitam as entidades visadas ao princípio de *comply or explain*. O Regulamento n.º 7/2001 da CMVM merece igualmente destaque, ao instituir um modelo de relatório anual acerca do governo das sociedades. Note-se ainda que tal exigência de divulgação da informação, passou, em 2006, a ter força de lei, pelo artigo 245.º-A CVM.

Em 2007, as supramencionadas recomendações dão lugar ao Código de Governo das Sociedades da CMVM. Em 2013, com o Regulamento da CMVM n.º 4/2013, consagrou-se, em pleno, a escolha por parte das sociedades cotadas do código de governo que pretendessem adotar, o que, se por um lado equivaleu a um reforço da autonomia privada<sup>53</sup>, por outro refletiu a já clara falta de uniformização em termos recomendatórios e legislativos. Com as alterações ao código em 2013, é de enaltecer a exigência de independência dos membros da comissão de remunerações ou equivalente, para com os administradores executivos, bem como o reforço da proteção do interesse social através da estipulação de um conjunto de medidas com o propósito de afastamento dos *golden*

---

<sup>48</sup> O voto consultivo é, no entanto, uma possibilidade. *Vd.* Art. 9.º-A, números 1, 2 e 3.

<sup>49</sup> *Vd.* Art. 9.º-A, n.º 6, ¶1.º.

<sup>50</sup> *Vd.* Art. Supra, ¶ 3.º.

<sup>51</sup> *Vd.* Art. 9.º-B, n.º 1, al. a) e d).

<sup>52</sup> *Vd.* Art. Supra, n.º 4.

<sup>53</sup> *Vd.* Protocolo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários & Instituto Português de *Corporate Governance*, 2017, p. 1.

*parachutes*<sup>54</sup> para os casos em que os administradores executivos cessavam funções por não terem atingido o desempenho desejado.

Paralelamente ao código da CMVM, é publicado em 2012 o Código de Governo das Sociedades do IPCG. Com uma nova versão em 2014, assumiu um claro propósito de autorregulação para com as sociedades por este visadas. No entanto, e pela inconveniência da existência de dois códigos distintos – o da CMVM e o do IPCG – assistiu-se à elaboração de um novo código, da autoria do IPCG, que procurou convergir o entendimento deste instituto com o da CMVM em termos de governo societário. Tendo entrado em vigor a 1 de janeiro de 2018<sup>55</sup>, passou a ser o único modelo de código recomendatório para emitentes<sup>5657</sup>.

Em Portugal, assumiu, ainda, extrema importância a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, ao exigir que a declaração sobre política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização<sup>58</sup> fosse apresentada à assembleia geral das entidades de interesse público<sup>59</sup>. Para além disso, é mencionado o dever de divulgação da referida política nos documentos de contas anuais, devendo constar expressamente a remuneração que cabe aos membros dos órgãos de administração e fiscalização, anualmente, de forma individual e de forma agregada<sup>6061</sup>.

Presentemente, importa referir, ainda, para além do direito recomendatório, os artigos 26.º-A a 26.º-G do CVM, que transpõem, em matéria de remuneração, a referida diretiva dos acionistas (mais especificamente, as normas introduzidas pela diretiva de 2017).

---

<sup>54</sup> Forma de remuneração que pouca expressão tem em Portugal.

<sup>55</sup> Este novo código, que se assume complementar à legislação já em vigor, tem a pretensão de adaptar à realidade jurídica e empresarial portuguesa, as práticas internacionais tradutoras de boa governação. É de notar ainda que o código é neutro quanto aos modelos governativos adotados pelas sociedades, enformando-se de diretrizes gerais com o objetivo de cada sociedade as adotar tendo em conta as suas especificidades particulares. *Vd.* Preâmbulo à 1.ª ed. do Código, ponto 2, disponível em [https://cam.cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao\\_codigo\\_pt\\_2018\\_ebook-05.11.2020.pdf](https://cam.cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao_codigo_pt_2018_ebook-05.11.2020.pdf)

<sup>56</sup> *Vd.* GOMES, José F., (2017), p. 979.

<sup>57</sup> Os seus destinatários são as sociedades abertas, nomeadamente as entidades emitentes de ações admitidas à negociação, embora os seus princípios e recomendações possam ser aplicados à generalidade das sociedades, na linha de continuação da regra *comply or explain*.

<sup>58</sup> Tipicamente conhecida por *say on pay*.

<sup>59</sup> Trata-se das entidades referidas no Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de novembro – que procedeu à transposição da Diretiva n.º 2006/43/CE – complementarmente às entidades mencionadas no art. 2.º, n.º 2 da Lei n.º 28/2009.

<sup>60</sup> Art. 3.º da referida Lei.

<sup>61</sup> Esta lei foi, entretanto, revogada pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, pelo seu artigo 7.º, que transpõe a Diretiva da EU n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 e que oportunamente será tratada.

### III - Remuneração

#### Conceito

No conceito de remuneração atribuível aos administradores, é enquadrável uma multiplicidade de formas para exprimir o seu significado, mas que em pouco divergem em termos de conteúdo. Para COUTINHO DE ABREU está em causa uma contrapartida devida aos administradores pelas funções por si desempenhadas<sup>62</sup>. Por seu turno, CARITA SIMÃO defende um sentido mais lato para a aceção da palavra, considerando que o termo comporta a generalidade das prestações de conteúdo patrimonial, não se assumindo somente como uma contrapartida de um serviço<sup>63</sup>.

A lei societária não define o conceito de remuneração, reportando-se apenas às componentes que dela fazem parte e que infra serão devidamente analisadas. No entanto, poder-se-á adiantar que a remuneração dos administradores executivos pode ser constituída por uma componente fixa e por uma componente variável, sendo que esta última se encontra intrinsecamente ligada ao desempenho (*performance*).

A componente variável deverá atuar como um incentivo à prossecução dos melhores resultados para a empresa, mas tendo sempre presente uma lógica de sustentabilidade e desenvolvimento da empresa a longo prazo.

#### Componentes

##### Remuneração certa e fixa

Conforme o preceituado no artigo 399º, n.º 2, do CSC, “*a remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício (...)*”.

Distinção devida seja feita entre a remuneração certa e a remuneração fixa. Efetivamente, a remuneração fixa é uma componente da remuneração considerada como um todo, a par da remuneração variável. Já a remuneração certa, remete-nos para uma constante periodicidade de atribuição. PAULO OLAVO CUNHA alerta ainda para a possibilidade de a remuneração ser certa, mas variável, o que implica que há lugar a ela mesmo que a sociedade não tenha lucros, desde que previsível de acordo com os critérios pelas quais foi estabelecida<sup>64</sup>. Portanto, se é verdade que a componente fixa da remuneração é sempre

---

<sup>62</sup> ABREU, J.M.C., (2013), p. 352.

<sup>63</sup> SIMÃO, J. A. C., *ib.* p. 808.

<sup>64</sup> *Vd.* CUNHA, P. O., *ib.*, p. 859.

certa, já a componente variável pode ser certa ou não, sendo certa se for atribuída independentemente de a sociedade ter gerado lucros<sup>65</sup>.

A parte certa da remuneração, apesar de ter por objeto, no essencial, uma quantia monetária – à qual corresponde o salário base – pode englobar componentes não monetárias, de que são exemplo a utilização, para fins privados, de viatura automóvel da sociedade<sup>66</sup>, seguros de saúde ou ainda empréstimos a taxas de juro mais baixas.

Para ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, a componente certa equivale a uma componente fixa, defendendo ainda que o artigo 399º, n.º 2 do CSC não se esgota nas duas componentes remuneratórias que nele se encontram previstas. A remuneração, refere o autor, não se pode cingir à participação nos lucros de exercício, pois essa é uma mera permissão legal<sup>67</sup>.

A lei apenas prevê a atribuição exclusiva de remuneração fixa para os membros do conselho fiscal - pelo preceituado no artigo 422.º-A do CSC; do conselho geral e de supervisão – conforme o artigo 440º. n.º 3 do CSC; da comissão de auditoria, conforme o disposto no artigo 423.º-D do mesmo diploma; e da mesa da assembleia geral – de acordo com os artigos 374.º-A, n.º 3 e 422.º-A do CSC. Contudo, é recomendável que assim o seja também para os administradores não executivos<sup>68</sup>.

#### Remuneração variável

A remuneração variável reporta-se, em geral, a uma percentagem dos lucros de exercício distribuíveis, mas a percentagem máxima que cabe aos administradores deverá constar do contrato de sociedade, em conformidade com o disposto no artigo 399º, n.º 2, do CSC. É atribuída tendo em linha de conta o desempenho dos administradores executivos ao longo de cada exercício social e a forma como estes contribuíram para os resultados alcançados pela sociedade. Note-se, contudo, que este tipo de remuneração pode ainda ser devido, mesmo que a sociedade não tenha registado lucros. Será este o caso, designadamente, se o critério de atribuição for o de o administrador executivo em causa alcançar certas metas que lhe tenham sido propostas.<sup>69</sup>

---

<sup>65</sup> Normalmente isto acontece face a algumas empresas públicas, as que habitualmente têm prejuízos. *Vd. CUNHA, P. O., ib.*, p. 859.

<sup>66</sup> *Vd. ABREU, J.M.C. ib.* p. 356.

<sup>67</sup> *Vd. MARTINS, A. S., ib.* p. 124.

<sup>68</sup> Cfr. Recomendação V.2.10 do CGS do IPCG.

<sup>69</sup> *Vd. CUNHA, P. O., ib.*, p. 616.

Não obstante, outras formas de remuneração variável, como a atribuição anual de bônus ou as opções de aquisição ou subscrição de ações podem, ainda, ter lugar, sendo cada vez mais utilizadas<sup>70</sup>.

A participação nos lucros a que se reporta o artigo 399º, n.º 2 do CSC, justifica uma referência ao artigo 294º, n.º 3 do mesmo diploma. Este número estipula que, se houver direito à participação nos lucros tal como previsto no contrato da sociedade, só pode o pagamento ser feito aos administradores depois de pagos os lucros dos acionistas.

O momento do seu pagamento varia, podendo ser atribuído após o fecho de cada exercício social ou posteriormente, decorrendo o período temporal que se considere necessário para garantir que os esforços dos administradores promovem os interesses a longo prazo da sociedade<sup>71</sup> e para garantir que o bom desempenho se mantém<sup>72</sup>.

A lei societária não esclarece, sem margem para dúvidas, se pode apenas caber aos administradores remuneração variável, sem haver lugar à atribuição de uma remuneração fixa, tal como não esclarece se a remuneração é sempre devida ou, pelo contrário, se pode existir gratuidade de funções. Apesar de a gratuidade de funções não ser objeto de tratamento relevante para o estudo em apreço, o certo é que a lei não impede expressamente nenhuma das situações.

Contudo, entendemos que a lei societária tem como ponto de partida o direito dos administradores à remuneração, pelo estatuído no número 1 do artigo 399º do CSC. Já quanto ao primeiro aspeto, de saber se os administradores podem apenas auferir uma remuneração variável, somos da opinião que a lei vai no sentido de poder haver lugar em exclusivo a remuneração certa, mas para terem direito a remuneração variável só assim o poderá ser se também auferirem, em parte, uma componente certa<sup>73</sup>. Sustentamos este argumento com a interpretação decorrente do número 2 do artigo 399º do CSC, na parte em que se refere à possibilidade de a remuneração ser certa ou “*consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício*”. Todavia, para quem defenda a gratuidade das funções, será sempre mais provável, parece-nos, a defesa da possibilidade de atribuição de um só tipo de remuneração, seja ele qual for.

---

<sup>70</sup> Neste sentido, RIBEIRO, Maria de Fátima, in REIS, João (et. Al.), (2014), p. 693.

<sup>71</sup> CUNHA, P. O., *ib.* p. 616.

<sup>72</sup> GONÇALVES, Diogo Costa, (2015), p. 517.

<sup>73</sup> No mesmo sentido, SOARES, Patrícia Assunção, (2017), p. 236.

Mas há uma ressalva importante, em nosso entender, a fazer. Atribuir meramente uma retribuição fixa, não iria conferir qualquer tipo de incentivo aos administradores executivos, fator decisivo para a motivação e esforço empregues na obtenção dos melhores resultados possíveis para a sociedade. Ademais, o Código de Governo das Sociedades do IPCG recomenda que seja atribuída remuneração variável aos administradores executivos, para efeitos de alinhamento de interesses, assim como no panorama internacional os instrumentos regulatórios e recomendatórios apontam nesse sentido<sup>74</sup>. Posto isto, apesar de a lei parecer legitimar a atribuição de remuneração fixa em exclusivo<sup>75</sup>, tal não nos parece recomendável, para os administradores executivos, à luz do descrito.

### Bónus

Os bónus<sup>76</sup>, ou prémios anuais, têm uma expressão assinalável na política remuneratória das sociedades portuguesas. Traduzem-se numa quantia pecuniária, ou numa componente não pecuniária de natureza equipolente, sendo atribuídos em função do alcance de objetivos previamente fixados pela sociedade e reportando-se, por norma, a cada exercício social<sup>77</sup>.

### Remuneração com base em ações

Os planos de remuneração com base em ações, quer seja sob a forma de atribuição de ações<sup>78</sup> ou de opções para aquisição de ações<sup>79</sup>, incentivam, em geral, um melhor desempenho por parte dos administradores, contribuindo assertivamente para o alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas e perfazendo desta uma componente variável remuneratória.

---

<sup>74</sup> Veja-se, desde logo, o *UK Corporate Governance Codex* de 2012, secção 6.

<sup>75</sup> Em todo o caso, a componente fixa de remuneração deve atender à capacidade financeira da sociedade, para que também nesta componente não se verifiquem valores remuneratórios excessivos.

<sup>76</sup> *Vd.* Art. 26º-C, n.º 2, al. d) do CVM.

<sup>77</sup> *Vd.* RIBEIRO, Maria de Fátima, *ib.* p. 693 e 694.

<sup>78</sup> Nestes tipos de planos, as sociedades, durante determinado prazo, preveem a alienação de ações próprias aos seus administradores, que as vão comprar por um valor abaixo ao preço de mercado, ou usufruindo de condições vantajosas aquando da sua compra. Existem, por outro lado, planos de atribuição gratuita de ações. *Vd.* ABREU. J. M. C. *ib.*, p. 356.

<sup>79</sup> Os administradores poderão adquirir ações da sociedade futuramente, durante um certo prazo, a um preço que ficou logo inicialmente estabelecido e inferior ao valor de mercado ou contabilístico, quer derivadamente – opções de aquisição em sentido estrito – quer por subscrição de ações novas num aumento de capital (atenção devida seja prestada ao direito de preferência dos acionistas), também a um preço inferior – opções de subscrição. *Vd.* ABREU. J. M. C. *ib.*, p. 356.

Note-se, no entanto, que este tipo de remunerações também pode fomentar comportamentos suscetíveis de conduzir a um rápido, mas inconsistente aumento da valorização das ações, envolvendo, designadamente, esquemas manipulatórios de contas, que empolem os resultados efetivamente verificados<sup>80</sup>.

A Diretiva da UE 2017/828, no seu artigo 9.º-A, n.º 6, determina que se a sociedade previr que uma parte da remuneração dos seus administradores se constituirá de ações, da sua política remuneratória deverão constar os prazos subjacentes à aquisição dos direitos e “*conservação das ações após a aquisição dos direitos*”<sup>81</sup>. A lei portuguesa encontra-se em consonância, pelo disposto no artigo 26º-C, n.º 4 do CVM, realçando ainda a importância do plano de ações para a estratégia empresarial e interesses a longo prazo da sociedade, bem como para a sua sustentabilidade. Paralelamente, no relatório sobre as remunerações a elaborar pelas sociedades, deve constar “*o número de ações e de opções sobre ações concedidas*”, bem como “*as principais condições para o exercício dos direitos*” conforme o artigo 9º.-B, n.º 1, al. d) da Diretiva. O CVM vai no mesmo sentido, pelo que se infere do artigo 26.º-G, n.º 2, al. e)<sup>82</sup>.

Relativamente ao período de diferimento, o CGS do IPCG na recomendação V.2.8. alude ao diferimento de “*uma parte significativa da componente variável*”, por um período que não seja inferior a três anos, de forma a assegurar que o desempenho é sustentável, isto é, que o desempenho demonstrado se mantém fiel aos interesses a longo prazo da sociedade. Particularmente, e tal como o indicado na recomendação V.2.9., na remuneração com base em opções ou “*outros instrumentos direta ou indiretamente dependentes do valor das ações*”, o seu período de exercício deve começar nunca antes de decorridos três anos.

Estamos a falar, em qualquer uma destas vertentes de atribuição de remuneração, de incentivos a longo prazo que apresentam a indissociável vantagem de promoverem uma visão sustentável, de proteção do interesse social, por contraposição aos bónus, por

---

<sup>80</sup> Vd. ABREU. J. M. C. *ib.*, p. 357.

<sup>81</sup> Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo, disponível em <http://data.europa.eu>.

<sup>82</sup> Note-se que o relatório sobre remunerações é da responsabilidade do órgão de administração, sobre as remunerações que já foram atribuídas ou que ainda são devidas a propósito do último exercício social, aos membros dos órgãos de administração e fiscalização. É sujeito à apreciação da assembleia geral e pode ser substituído pela inclusão no relatório anual sobre governo societário da sociedade, de um capítulo dedicado ao mesmo propósito. Vd. Art. 26.º-G, n.ºs 1, 4 e 7 do CVM.

exemplo, que por serem atribuídos em cada exercício social, podem contribuir para a tomada de decisões que promovam um retorno a curto prazo.

A alienação de ações próprias, por parte da sociedade aos administradores, requer deliberação da assembleia geral, conforme o artigo 320º, n.º 1 do CSC<sup>83</sup>.

#### Pensões de reforma e complementos de reforma

Existe alguma discussão doutrinária acerca da questão de saber se estas vantagens corporativas, a cargo da sociedade e que acrescem à pensão que lhes é atribuída pela Segurança Social, se podem enquadrar nas componentes remuneratórias atribuídas aos administradores.

Com efeito, já se entendeu que a sociedade não tinha capacidade para atribuir uma pensão de reforma, pois tal era considerado um ato gratuito, ou seja, sem contrapartida, indo contra o propósito lucrativo da sociedade. Todavia, posteriormente, a reforma começou a ser encarada como uma contribuição justa à luz das funções exercidas pelos administradores enquanto ao serviço da sociedade, passando a ser vista como uma contrapartida pelo seu desempenho, e já não, pelo menos de forma tão clara, como um ato gratuito<sup>84</sup>.

Generalizadamente observando, nos ordenamentos jurídicos alemão, espanhol, inglês e americano, por exemplo, reside uma certa solidez de pensamento, notória pelos variados instrumentos legislativos que abordam este tema em particular, no sentido do entendimento da reforma enquanto remuneração.<sup>85</sup>

É neste quadro que surge o não inteiramente esclarecedor artigo 402º do CSC, aplicado exclusivamente às sociedades anónimas. O n.º 1 deste artigo, estatui que *“o contrato de sociedade pode estabelecer um regime de reforma por velhice ou invalidez dos administradores, a cargo da sociedade.”*

Seguidamente, no n.º 2 do artigo, é conferida aos administradores a possibilidade de estes receberem complementos de pensões de reforma, desde que não se exceda *“a remuneração em cada momento percebida por um administrador efetivo ou, havendo*

---

<sup>83</sup> Ressalve-se o n.º 2 do art. que confere poder de decisão ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo, se a lei assim o prever.

<sup>84</sup> *Vd.* CUNHA, P. O., (2015), p. 143.

<sup>85</sup> Para uma explicação sucinta, mas esclarecedora, sobre a prática legislativa desses ordenamentos, *Vd.* SILVA, António S. S., (2020), p. 19 e 20.

*remunerações diferentes, a maior delas.*” O preceito pretende acautelar que o complemento de reforma atribuído pela sociedade – que equivale, em nosso entender, à pensão de reforma propriamente dita, a cargo da sociedade – e a reforma a que os administradores têm direito pelo sistema nacional de previdência, no seu conjunto, não excedem a remuneração de valor mais elevado paga aos administradores<sup>86</sup>.

O panorama doutrinal e jurisprudencial é, no entanto, variado quanto à consideração da pensão de reforma como componente remuneratória.

DUARTE RODRIGUES defende que são uma forma de retribuição<sup>87</sup>. PAULO CÂMARA defende, também, de forma bastante assertiva, por sinal, tratar-se de uma componente remuneratória<sup>88</sup>, associando-a a um incentivo a longo prazo para os administradores<sup>89</sup>. PAULO OLAVO CUNHA reconheceu igualmente natureza retributiva, enquanto compensação pelas funções desempenhadas pelos administradores, à pensão de reforma a cargo da sociedade, referindo-se à mesma como extensão da remuneração auferida previamente<sup>90</sup>. Na mesma linha, PAULO DE TARSO DOMINGUES aplica ao seu regime o artigo 399º do CSC, considerando como tal, uma forma de retribuição<sup>91</sup>.

Em sentido negativo, pronunciam-se JOÃO LABAREDA e LUÍS CARVALHO FERNANDES, defendendo que a pensão de reforma a cargo da sociedade tem natureza gratuita, pois, a partir do momento em que é atribuída, não mais existe um vínculo laboral que permita classificar aquela como contribuição<sup>92</sup>. No máximo, consideram tratar-se de uma «liberalidade remuneratória»<sup>93</sup>.

Para outra parte da doutrina, não é inequívoco, sem mais, pender-se somente para um lado da equação. Vislumbrando-a igualmente como um incentivo, a par de PAULO CÂMARA, FERRER CORREIA e ANTÓNIO CAEIRO olham para a pensão de reforma

---

<sup>86</sup> CUNHA, P. O., *ib.* p. 151 e 152. O autor entende que o complemento de pensão a que o n.º 2 do art. 402º alude é, digamos, uma especificidade do n.º 1 do art., tendo igual valor, *Vd.* CUNHA, P.O., (2019), p. 883. No mesmo sentido, *Vd.* Ac. TRL de 4 de fevereiro de 2014 (Conceição Saavedra), Proc. 500/12.0TVLSB.L1-7, <http://www.dgsi.pt>

<sup>87</sup> *Vd.* RODRIGUES, Duarte, in ABREU, J. M. C., (2006), p. 93.

<sup>88</sup> *Vd.* CÂMARA, Paulo, *ib.* p. 30.

<sup>89</sup> *Vd.* CÂMARA, Paulo, *ib.* p. 30.

<sup>90</sup> *Vd.* CUNHA, P. O., (2015), p. 147. O autor justifica ainda o sentido desta retribuição, com o assegurar do nível de vida que os administradores usufruam aquando do exercício de funções.

<sup>91</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso, (2014), p. 20.

<sup>92</sup> FERNANDES, Luís Carvalho, e LABAREDA, João, (2010), p. 534.

<sup>93</sup> FERNANDES, Luís Carvalho, e LABAREDA, João, *ib.* p. 535.

como uma forma de compromisso para com o interesse social, e como tal, como uma vantagem pecuniária que se justifica pelas funções desempenhadas em prol da sociedade<sup>94</sup>, mas não como remuneração na verdadeira aceção da palavra. Por seu turno, ÂNIA FERREIRA e TERESA FERNANDES defendem que a pensão de reforma a cargo da sociedade não se pode considerar parte integrante da remuneração, apesar da ligação entre ambas<sup>95</sup>. JORGE COUTINHO DE ABREU entende não se tratar de uma «remuneração em sentido próprio», justificando para tal que o seu regime está previsto em artigo distinto do 399º do CSC<sup>96</sup>. Mas há uma proximidade significativa entre as duas figuras, na sua opinião, pelo que qualifica a pensão de reforma como prestação patrimonial e contrapartida pelo desempenho das funções prestadas enquanto ao serviço da sociedade<sup>97</sup>.

As decisões jurisprudenciais existentes sobre o assunto têm generalizadamente confluído no sentido de se enquadrar a reforma dos administradores a cargo da sociedade enquanto um ato justificável à luz do interesse da sociedade.

O acórdão de 12 de julho de 1984<sup>98</sup> rejeita que a pensão de reforma a cargo da sociedade seja vista como uma doação, encarando-a, ao invés, como uma vantagem retributiva que se justifica pelas funções exercidas pelo administrador quando ao serviço da sociedade, e que desta forma faz com que impenda sobre esta um «dever moral» em atribuir tal pensão.

Na mesma linha de pensamento segue o acórdão de 20 de janeiro de 2005<sup>99</sup>, tendo decidido que não se trata de uma doação, visto não ir contra o propósito lucrativo inerente às sociedades anónimas, acrescentando para tanto que é uma forma de compensar os administradores pela dedicação demonstrada ao serviço da sociedade.

Também o acórdão de 29 de novembro de 2005<sup>100</sup> reconhece a atribuição da pensão de reforma como um «ato de justiça» por estarem em causa «serviços relevantes prestados», o que, portanto, não permite a sua qualificação enquanto um ato de natureza gratuita.

---

<sup>94</sup> In ABREU, J. M. C. A., *ib.* p. 93.

<sup>95</sup> FERREIRA, Ânia, e FERNANDES, Teresa, (2013), p. 230.

<sup>96</sup> *Vd.* ABREU, J. M.C., (2013), p. 375.

<sup>97</sup> *Vd.* ABREU, J. M.C., *ib.*, p. 375 e 376.

<sup>98</sup> *Vd.* Ac. TRP 12 julho 1984, (Góis Pinheiro), CJ, ano VI, t. IV, 1984, p. 201-203.

<sup>99</sup> *Vd.* Ac. TRL 20 janeiro 2005, (Tibério Silva), CJ, ano XXX, t. I, 2005, p. 78-83.

<sup>100</sup> *Vd.* Ac. STJ 29 novembro 2005, (Reis Figueira), CJ-STJ, ano XIII, t. III, 2005, p. 140-143.

O acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2007<sup>101</sup> considerou que os complementos de pensão de reforma se encontram abrangidos pelo texto do artigo 399º, n.º 1, do CSC, pela sua alusão a «remunerações» no plural. Por sua vez, visto estar ao abrigo deste artigo, determinou o tribunal que a fixação da pensão de reforma cabe à assembleia geral, podendo, pois, ser delegada numa comissão de remunerações.

Estamos diante de uma questão dúbia, motivada pela falta de rigor terminológico com que tanto a figura da pensão de reforma como a da remuneração são tratadas, o que se reflete na diversidade de posições sobre o assunto.

O artigo 399º do CSC não concretiza as diversas formas remuneratórias que podem ter lugar, concentrando a sua redação nos critérios que devem presidir à atribuição das componentes remuneratórias. Por outro lado, também não se encontra afastada, pelo menos expressamente, a possibilidade de a pensão de reforma a cargo da sociedade ser vista como parte integrante do conceito de remuneração.

Embora a reforma dos administradores encontre a sua consagração legal expressa no artigo 402º do CSC, a redação do mesmo não contende com uma eventual consideração da pensão de reforma enquanto componente remuneratória, assim como não a impossibilita. Tal não é o escopo do artigo.

Como tal, e a nosso ver, a aplicação do artigo 402º do CSC não é um obstáculo à aplicação do artigo 399º do CSC. Contudo, e para tanto, a deliberação dos sócios no sentido da atribuição da remuneração que tenha lugar por via do artigo 399º do CSC não pode existir sem a previsão estatutária do regime de reforma que entendemos ser necessária e injuntiva, pelo disposto no artigo 402º/1 do CSC.

Outro aspeto, que não poderá deixar de se mencionar, prende-se com o recente artigo 26º-C, n.º 2, al. f) do CVM<sup>102</sup>, que veio contribuir para (o que julgamos ser) uma maior clarividência em torno da matéria, ao incluir, de forma perentória, os complementos de reforma nas componentes da política remuneratória.

Por último, o vínculo laboral cessa, de facto, com a extinção da respetiva sociedade, mas fazer deste um argumento com peso bastante para firmar a natureza gratuita da pensão a cargo da sociedade, parece-nos redutor da importância do papel de um administrador

---

<sup>101</sup> *Vd. Ac. STJ 1 março 2007 (João Camilo) / Proc. n.º 07A080, <http://www.dgsi.pt>*

<sup>102</sup> Introduzido pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto.

executivo em toda a concertação de esforços de que se inteirou ao longo do seu mandato no sentido de valorizar a sociedade, em todas as vertentes possíveis, e que perduram no tempo, mesmo após o término do seu mandato, pelo que vemos como justificável a sua atribuição a título de retribuição.

### Administradores executivos

A estes administradores cabe, nas sociedades anónimas de modelo monista, a gestão da vida corrente da sociedade, e no modelo dualista a gestão em geral, inferindo-se como tal a sua não independência, tendo em conta igualmente a proximidade com os acionistas com maiores participações sociais<sup>103</sup>.

A remuneração dos administradores executivos do Conselho de Administração costuma ser mais elevada, por comparação com os membros de outros órgãos sociais, justificando-se com a complexidade de funções<sup>104</sup> e responsabilidade a que estão sujeitos. De outro prisma, para MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, o nível da remuneração tem de ser adequado ao montante capaz de motivar os administradores ao desempenho das suas funções de forma eficiente e de modo a reter os administradores mais qualificados<sup>105</sup>. No entanto, importa ter em atenção que as regras de mercado devem influenciar, por via de comparações casuísticas, o montante das remunerações pagas aos administradores<sup>106</sup>.

De facto, somente poderá a remuneração que cabe aos administradores executivos ser mais elevada, se houver concordância do controlo efetivo com o risco de capital incorrido. Quer isto dizer que, para evitar remunerações excessivas, o risco de capital tem que pertencer também aos administradores e não só aos acionistas.<sup>107</sup>

### Administradores não executivos

O código do IPCG, no ponto III.4., recomenda que um terço dos membros do órgão de administração, não executivos, sejam independentes, enquanto o código da CMVM de 2013 recomendava a independência de um quarto dos membros.

---

<sup>103</sup> *Vd. CUNHA, Paulo Olavo, (2019), p. 593.*

<sup>104</sup> *Vd. Ib., p. 613.*

<sup>105</sup> *Vd. RIBEIRO, Maria de Fátima, in SOARES, Patrícia Assunção, (2017), p. 237.*

<sup>106</sup> *Vd. CUNHA, Paulo Olavo, ib. p. 860.*

<sup>107</sup> *Vd. SIMÃO, J. A. C. ib. p. 819. No mesmo sentido, Vd. CUNHA, Paulo Olavo, ib. p. 860.*

A remuneração deste tipo de administradores tem patente um racional que se distancia da sua ligação com o desempenho evidenciado. Aos administradores não-executivos não cabe a gestão ativa da sociedade, mas sim auxiliar os administradores executivos nas suas funções e supervisionar as suas ações.

#### Política de remuneração. *Say on Pay*

A Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, estipulava no seu artigo 2º, n.º 1, que ao órgão de administração ou à comissão de remuneração eleita cabia apresentar à assembleia geral uma *declaração* sobre a política de remuneração, para que esta a aprovasse. Encontrava-se então estabelecido o postulado *say on pay*, que, para o que nos elucida PAULO CÂMARA, se reporta às «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»<sup>108</sup>.

Posteriormente, com a entrada em vigor da Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto e paralela revogação da Lei n.º 28/2009, foram aditados ao Código de Valores Mobiliários alguns artigos concernentes à política de remuneração a cargo das sociedades emitentes de ações em mercado regulamentado, já sem fazer referência à declaração da política de remunerações. O regime viria depois a ser aperfeiçoado pela Lei n.º 99-A/2021, constando dos artigos 26º-A a 26º-G do CVM, que realçam o papel dos acionistas em matéria de política de remunerações.

O escrutínio acionista comporta vantagens assinaláveis, desde logo pela legitimação da política remuneratória e redução das assimetrias informativas entre acionistas e administradores<sup>109</sup>. Nisto, reside outro tanto fundamental: o controlo acionista enquanto garante da prossecução das melhores práticas remuneratórias e de governo societário, tendo em vista o alinhamento de interesses. Com efeito, a atribuição de uma parte da remuneração em função do desempenho e o óbice que deve condicionar remunerações excessivas e desmedidas face à situação económica da sociedade, constituem pontos para os quais se estabelece uma especial tomada de atenção<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> *Vd. CÂMARA, Paulo, (2010), p. 4.*

<sup>109</sup> *Vd. CÂMARA, Paulo, ib. p. 8*

<sup>110</sup> *Vd. CÂMARA, Paulo, ib. p. 9.*

O CVM, no seu artigo 26.º-B, n.º 1, dispõe que será a comissão de remunerações a propor uma política de remunerações ao escrutínio da assembleia geral, de cada quatro em quatro anos e caso haja lugar a uma modificação pertinente da política de remuneração atualmente em vigor. Se a comissão não tiver sido eleita, será o conselho de administração encarregado de propor a referida política.

Seguidamente, o artigo 26.º-C, n.º 1, apela à conformidade da política com os interesses a longo prazo da sociedade e com a sua sustentabilidade. Outros requisitos são necessários na elaboração da declaração, conforme o disposto no n.º 2 do artigo. Para o efeito e sucintamente, a política de remunerações deverá clarificar em que medida é um instrumento para a “*estratégia empresarial da sociedade*” – conforme o preceituado na alínea a); deverá igualmente demonstrar que atendeu às condições laborais e de remuneração de todos os trabalhadores da sociedade – alínea b); elucidar quanto à composição da remuneração fixa e variável – alínea c); enumerar os bónus e benefícios atribuídos aos membros dos órgãos de administração e fiscalização – alínea d); mencionar a duração dos contratos ou acordos e, nomeadamente, as compensações relativas à cessação desses mesmos contratos – alínea e); finalmente, clarificar o regime de pensões complementares ou reforma antecipada – alínea f).

Para esta política, é ainda requerida uma menção relativamente ao processo de decisão que esteve na sua base, portanto, que critérios foram respeitados para se chegar à determinação da política de remunerações. Complementarmente, apela-se à descrição dos esforços que foram encetados para se mitigarem possíveis ou, já existentes, conflitos de interesses e ainda a importância que a comissão de remunerações teve em todo o processo<sup>111</sup>.

É feita adicional referência ao conteúdo complementar que a política de remunerações deve englobar, no caso da atribuição da remuneração variável a administradores, realçando-se os critérios financeiros e não financeiros que lhes estão subjacentes, bem como os métodos utilizados na avaliação de desempenho<sup>112</sup>; o período de diferimento aplicado<sup>113</sup>; e os prazos de aquisição e conservação das ações, caso essa constitua uma forma de remuneração<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> *Vd. Art. 26.º-C, n.º 5 do CVM.*

<sup>112</sup> *Vd. Art. 26.º-C, n.º 3, als. a) e b) do CVM.*

<sup>113</sup> *Vd. art. 26.º-C, n.º 3, al. c).*

<sup>114</sup> *Vd. n.º 4 do art. 26.º-C do CVM.*

## IV - Poder de decisão acerca da remuneração

### Modelos de governo para fixação da remuneração

A reforma ao Código das Sociedades Comerciais de 1986<sup>115</sup>, ocorrida em 2006, teve um forte impacto na autonomia das sociedades anónimas, ao flexibilizar e adaptar os modelos de governo que lhes presidem<sup>116</sup>. A temática do governo das sociedades estava, até então, centrada nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, para além de que se multiplicavam os instrumentos recomendatórios e regulamentares acerca do assunto, sem o paralelismo necessário na lei portuguesa. Com a reforma, visou-se, em parte, estender a lógica pensada para estas sociedades à generalidade das sociedades portuguesas, embora realçando as sociedades cotadas e as grandes sociedades, e promover o enraizamento na cultura societária portuguesa de boas práticas governativas capazes de aumentar a competitividade<sup>117</sup>.

Assim, aos dois modelos de governação societária (monista e dualista) que se encontravam plasmados na redação originária do código juntar-se-ia um terceiro modelo (anglo-saxónico) que prevê a formação de uma comissão de auditoria no seio do conselho de administração<sup>118</sup>.

As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado têm que respeitar determinadas particularidades que lhes são exigidas pela lei. Assim, para adotarem o modelo de governo latino ou tradicional, a fiscalização terá que ser entregue ao conselho fiscal e a um Revisor Oficial de Contas (ROC) ou Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC) externamente ao conselho fiscal – artigo 413º, n.º 1 al. b) e n.º 2, al. a) do CSC. Para o modelo previsto no artigo 278º, n.º 1, al. b), a composição da comissão de auditoria terá que preencher os requisitos do artigo 423.º-B, números 4 e 5, do CSC, destacando-se a composição por uma maioria de membros independentes. Para o modelo da alínea c) do n.º 1 do artigo 278º do CSC, o conselho geral e de supervisão deverá constituir uma comissão que se encarregue das matérias financeiras, conforme o artigo 444º, números 2 a 6 do CSC, também se alertando para o dever de independência dos seus membros.

---

<sup>115</sup> Operada pelo Decreto-Lei 76-A/2006 de 29 de março.

<sup>116</sup> *Vd. SIMÃO, J. A. C., ib. p. 803.*

<sup>117</sup> *Vd. Preâmbulo, disponível em <https://data.dre.pt>*

<sup>118</sup> *Vd. Art. 278º n.º 1, al. b) do CSC.*

Para fins de fixação da remuneração dos administradores executivos, acompanhamos PAULO CÂMARA<sup>119</sup>, na enumeração de quatro cenários possíveis que se destacam para esse efeito, e que se interligam com os modelos de governo previstos no CSC. São eles:

- ❖ Remuneração definida por comissões emanadas do órgão de fiscalização – típico do modelo germânico, constante do artigo 278º, n.º.1, alínea c), que atribui essa competência ao conselho geral e de supervisão ou a comissão de remuneração emanada deste órgão<sup>120</sup>;
- ❖ Por comissões definidas pelo Conselho de Administração – é o cenário mais comum;
- ❖ Por comissões definidas pela Assembleia Geral ou na Assembleia Geral – é o cenário que mais poder confere a acionistas e a investidores institucionais na determinação da política de remuneração;
- ❖ Por administradores independentes sem estabelecimento em comissão.

No sistema jurídico português, a competência para a remuneração dos administradores é confiada às comissões emanadas da assembleia geral ou decorrentes desta, no respeitante ao modelo clássico e anglo-saxónico<sup>121</sup>. Relativamente ao modelo dualista, tem competência remuneratória o Conselho Geral e de Supervisão, ou uma comissão por si nomeada, podendo a competência ser da assembleia geral ou de uma comissão por si eleita caso tal se encontre previsto no contrato de sociedade<sup>122</sup>.

Qualquer deliberação que a assembleia geral tome, no sentido de conferir poderes ao conselho de administração na definição remuneração dos próprios membros, não produzirá quaisquer efeitos na ordem jurídica, sendo nula, à luz do artigo 56º, n.º. 1, alínea d) do CSC.

Ainda assim, não é uma situação totalmente isenta de conflitos de interesses. O administrador que seja também sócio da sociedade poderá votar na deliberação social que fixe as remunerações dos administradores, nelas incluindo, portanto, a sua<sup>123</sup>. A tal não corresponde nenhuma das situações conflituais previstas no artigo 384º, n.º 6 do CSC que

---

<sup>119</sup> *Vd. CÂMARA, Paulo, ib. p. 4.*

<sup>120</sup> *Vd. Art. 429º do CSC. Nos termos deste artigo, realce-se a possibilidade de essa competência ser da assembleia geral de acionistas ou de uma comissão por si eleita, desde que prevista estatutariamente.*

<sup>121</sup> *Vd. CÂMARA, Paulo, ib. p. 7.*

<sup>122</sup> *Vd. art. 429º do CSC, remetendo a sua aplicação para o art. 399º do mesmo diploma.*

<sup>123</sup> *Vd. ABREU, J. M. C., (2006), p. 83.*

poderiam limitar o seu exercício. Assim o entendem ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, ILÍDIO DUARTE RODRIGUES E COUTINHO DE ABREU<sup>124</sup>.

Ademais, convoca-se a apreciação das “*funções desempenhadas*” e da “*situação económica*” – conforme o artigo 399º, n.º 1 do CSC - em que a sociedade se encontra, para aferir da remuneração devida a cada membro da administração. O critério da situação económica em que a sociedade se encontra é um entrave importante à atribuição de remunerações excessivamente elevadas, sendo que, na opinião de ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, para a sua total compreensão se deve olhar para a dimensão e estrutura acionista<sup>125</sup>. Na opinião de JORGE CARITA SIMÃO, outros fatores deveriam ser tidos em conta, exemplificando com as habilitações da administração, a situação do mercado e os resultados evidenciados<sup>126</sup>. Uma crítica apontada neste âmbito, consiste na incoerência que a redação do artigo revela, pois, mesmo que a sociedade apresente perdas, poder-se-á sempre defender, para que haja atribuição de prémios aos administradores, que as perdas poderiam ter sido maiores, não fosse o seu desempenho<sup>127</sup>.

Seja qual for o modelo de governo adotado pela sociedade, o Conselho de Administração ou os administradores atuando por si próprios, não têm «competência funcional» para determinar o nível das remunerações, nem para o alterar posteriormente à sua fixação pela assembleia geral ou por uma comissão por si nomeada, dada a «manifesta natureza imperativa» do artigo 399º do CSC. Assim decidiu o Supremo Tribunal de Justiça no Acórdão de 27 de março de 2014<sup>128</sup>, a propósito de um aumento de remuneração posterior à quantia já fixada. A assembleia geral ou a comissão por si eleita têm competência reservada neste domínio, cabendo apenas ao conselho de administração a prática de atos de gestão e representação da sociedade, conforme o artigo 405º n.º. 1 e 2 do CSC. Por interpretação extensiva, aplica-se a nulidade de uma decisão do Conselho de Administração nesse sentido, pelo artigo 411º, n.º. 1 alíneas b) e c), à decisão de um só administrador membro do Conselho, como ocorrido *in casu*<sup>129</sup>.

---

<sup>124</sup> *Vd.* MARTINS, A. S., *ib.*, p. 122.

<sup>125</sup> *Vd.* MARTINS, A. S., *ib.*, p. 117.

<sup>126</sup> *Vd.* SIMÃO, J. A. C., *ib.*, p. 814. No mesmo sentido, *Vd.* CORDEIRO, António Menezes, (Coord.), (2021), p. 1317.

<sup>127</sup> *Vd.* CORDEIRO, António Menezes, (Coord.), *ib.* p. 1317.

<sup>128</sup> *Vd.* Ac. STJ de 27 março 2014, (Fernando Bento), Proc. 9836/09.6TBMAI.P1.S1, 2ª secção, disponível em: <https://jurisprudencia.csm.org.pt>

<sup>129</sup> *Vd.* Acórdão supracitado. No mesmo sentido, *Vd.* ABREU, J. M. C., *ib.* p. 84; e GUEDES, Inês Ermida de Sousa, (2011), p. 27.

## A Comissão de Remunerações

A comissão de remunerações, ou comissão de vencimentos, pode ser instituída por deliberação dos sócios<sup>130</sup>, ou por decisão do sócio único, se esse for o caso, ou ainda pelos estatutos<sup>131</sup> da sociedade.

Nos modelos clássico e anglo-saxónico, a comissão poderá ser eleita através de uma deliberação de nomeação por parte dos sócios, conforme o artigo 399º do CSC. Já no modelo dualista, os estatutos terão que prever, obrigatoriamente, a sua constituição, quando a comissão seja eleita pela assembleia geral, de acordo com o artigo 429º do CSC.<sup>132</sup>

Com duração indefinida, está dependente da decisão da assembleia geral permanecer em funções.

### Constituição

Na versão inicial do Código das Sociedades Comerciais e até à reforma societária do CSC de 2006, pela leitura atenta do seu artigo 399º, n.º 1, apenas era possível a composição da comissão proposta pela assembleia geral por acionistas<sup>133</sup>.

Na redação atual do Código, somente é referida a possibilidade de nomeação da comissão por parte da assembleia geral, ou por decisão do sócio único se assim for o caso, sem já nada se mencionar quanto à composição da mesma, pelo que se infere a inclusão de membros provenientes de outros órgãos sociais, abrindo-se igualmente a porta a investidores institucionais<sup>134</sup>.

É igualmente viabilizada e aconselhável a pertença à comissão de profissionais especializados nas matérias remuneratórias, conferindo maior imparcialidade ao órgão e

---

<sup>130</sup> Tem assim competência concorrente com a assembleia geral. *Vd.* ABREU, J. M.C., (2013), p. 355. Já Paulo Olavo Cunha realça a possibilidade de, em todo o caso, os acionistas elaborarem propostas de remuneração, em virtude da competência cumulativa que têm para com a comissão de remunerações, *Vd.* CUNHA, P. O. *ib.*, p. 855.

<sup>131</sup> Se for instituída pelos estatutos, terá competência exclusiva na fixação das remunerações dos administradores, *Vd.* ABREU, J. M.C, *ib.* p. 355; e CÂMARA, Paulo, (2011), p. 50.

<sup>132</sup> *Vd.* CÂMARA, Paulo, *ib.*, p. 21 e 22.

<sup>133</sup> *Vd.* Art. 399º, n.º 1 do CSC na sua versão originária: «Compete à assembleia geral dos accionistas ou a uma comissão de accionistas por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores (...)».

<sup>134</sup> Neste sentido, *Vd.* SIMÃO, J. A. C., *ib.* p. 812 e ABREU, J. M. C., *ib.* p. 354.

à ponderação de toda a política remuneratória.<sup>135</sup> MENEZES CORDEIRO partilha da mesma linha de pensamento, entendendo como benéfico dotar as comissões de remunerações de autonomia e de especialistas que afirmam da produtividade efetiva<sup>136</sup>.

Os membros da comissão não têm subjacente à sua atuação requisitos de independência ou de habilitações, definidos por lei, assim como não existe um número de membros em concreto que devam fazer parte da comissão. No entanto, as recomendações existentes sobre a matéria, a nível nacional, preconizam a composição da comissão por membros unicamente independentes. Já num panorama mais geral, há instrumentos orientadores que consideram bastante uma maioria de membros independentes<sup>137</sup>.

No entanto, PAULO CÂMARA alerta para a pertinência que o envolvimento de um membro da comissão, não independente, pode ter<sup>138</sup>. O autor salienta que, se todos os membros forem independentes da administração, a comissão de remunerações não estará em condições de formular um juízo remuneratório consonante com as funções desempenhadas no seio da sociedade<sup>139</sup>.

## V - Métricas para avaliar o desempenho

Um estudo conduzido pela *Mercer*, em 2016<sup>140</sup>, procurou analisar as práticas remuneratórias dos administradores executivos e não executivos em Portugal. A amostra consistiu em 17 empresas, dispersas pelos mais diversos setores de atividade, reflexo da heterogeneidade do tecido empresarial português. A partir deste estudo, extraíram-se resultados cruciais sobre as componentes e métricas seguidas nas práticas remuneratórias das sociedades cotadas em Portugal.

No decurso da elaboração deste trabalho, foi-nos disponibilizada a versão sumária atualizada do estudo pela *Mercer*, a qual muito agradecemos, fundamental para percebermos as oscilações dos valores e das determinantes das práticas remuneratórias

---

<sup>135</sup> *Vd. CUNHA, Paulo Olavo, ib.*, p. 856.

<sup>136</sup> *Vd. CORDEIRO, António Menezes, (Coord.), ib.* p. 1318.

<sup>137</sup> Paulo Câmara exemplifica com as *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* do *Committee of European Banking Supervisors*, de 2010, mas que deve ser vista em consonância com o anexo V da secção 11 da Diretiva 2006/48/CE e em conformidade com a Diretiva 2010/76/EU de 24 de novembro de 2010, *Vd. CÂMARA, Paulo, ib.* p. 45.

<sup>138</sup> CÂMARA, Paulo, *ib.* p. 45 e 46.

<sup>139</sup> CÂMARA, Paulo, *ib.* p. 45.

<sup>140</sup> Estudo *Mercer*, (2016), disponível em <https://www.mercer.pt/newsroom/estudo-mercet-remuneracao-de-executivos-de-topo.html>

em Portugal. Cumpre, pois, analisar e comparar as tendências verificadas em 2016 com as tendências atuais, concernentes à informação publicada em 2020 e que estende o leque da amostragem a 55 empresas, na sua generalidade cotadas no mercado português.

Para efeitos da atribuição de bónus aos administradores executivos, os fatores determinantes para a avaliação de desempenho são os mesmos que em 2016, portanto, os resultados da empresa, seguindo-se os resultados individuais dos administradores (não financeiros), resultados da unidade de negócio e ainda os resultados individuais financeiros. Os resultados da empresa, para além de constituírem o fator mais utilizado pelas empresas na avaliação do desempenho, são também o fator com mais peso na avaliação em termos globais, dos administradores executivos – cerca de 80%.

Adicionalmente, os indicadores financeiros reveladores de desempenho mais utilizados continuam a ser o EBIT, o EBITDA e ainda os Resultados Líquidos, com o TSR a assumir uma importância crescente, fazendo deste o quarto indicador mais utilizado pelas empresas. Os benefícios comumente mais disponibilizados são a viatura automóvel e o seguro de saúde.

Pelo exposto, os Resultados são determinantes na aferição da componente variável conferida aos administradores executivos. Contudo, a *Mercer* destaca a crescente relevância que a avaliação qualitativa tem tido na atribuição daquela, não se cingindo a avaliação à concretização, ou não, dos objetivos propostos e previamente definidos, mas também sendo alargada à qualidade que os administradores demonstraram ter no desempenho das suas funções.

Já os planos de incentivo a longo prazo são outra forma de incentivo para os administradores executivos, assumindo uma presença mais significativa nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado<sup>141</sup>.

A componente fixa da remuneração dos administradores executivos situava-se na casa dos 60%, um valor de si já expressivo, mas que aumentou para os 70% segundo os dados de 2020. Já a componente variável é composta por bónus anuais, com uma representatividade de cerca de 30% em 2016, passando atualmente para os 20%, e por incentivos de longo prazo, que à data rondavam os 10% e que atualmente se situam na casa dos 6%. É uma prática diametralmente oposta à observável noutros ordenamentos,

---

<sup>141</sup> A *Mercer* revela que apenas 18% das sociedades analisadas prevê um plano de incentivos a longo prazo.

como o americano ou o britânico, em que a componente variável assume o maior peso na balança.

Um dado preocupante prende-se com a inexistência verificada quase em metade das empresas que compõem a amostra (47%), de uma política remuneratória que pré-estabeleça os montantes devidos aos administradores executivos em caso de alcance dos objetivos e metas que lhes são propostos. Esta situação toma contornos decisivos na motivação dos administradores, que pela insuficiência de informação que dispõem, poderão não ter o incentivo necessário à condução de esforços para efeitos de um melhor desempenho<sup>142</sup>.

Relativamente às posições de topo, às quais pertencem, nomeadamente, os cargos de *Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Operations Officer* (COO) e *Chief Financial Officer* (CFO), naturalmente que os valores totais da sua remuneração são superiores às dos restantes administradores executivos. Mas, à exceção do montante, não existem diferenças assinaláveis relativamente às componentes remuneratórias atribuídas.

## VI - Evidência empírica por extração de resultados de estudos sobre o tema e análise de uma amostra de sociedades integrantes do PSI20

O número de estudos relevantes sobre as práticas remuneratórias adotadas nas sociedades cotadas portuguesas, que abordem a influência do desempenho na remuneração a atribuir, é algo diminuto. Contudo, dois estudos merecem o devido destaque, para esse efeito.

O primeiro desses estudos é o de RAQUEL NASCIMENTO<sup>143</sup>, publicado em 2009, e responsável pela análise da generalidade das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* de forma a perceber o impacto que o desempenho da sociedade tem na sua remuneração.

Foi possível inferir, em termos gerais, que a dimensão do Conselho de Administração é proporcional às remunerações auferidas, pelo que nas grandes empresas a remuneração é mais elevada<sup>144</sup>; que as remunerações variáveis mais altas são atribuídas pelas empresas

---

<sup>142</sup> Como destaca Diogo Alarcão, Sócio da Mercer.

<sup>143</sup> *Vd.* NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira, (2009).

<sup>144</sup> *Vd.* NASCIMENTO, R. S. P., *ib.* p. 84 e 85.

de maior dimensão, igualmente<sup>145</sup>; e que os membros não executivos do Conselho de Administração auferem, na sua maioria, somente uma componente remuneratória fixa<sup>146</sup>.

Ademais, concluiu que o desempenho que a empresa e o mercado, no seu todo, apresentam, não influenciam determinadamente a remuneração dos administradores executivos. Contudo, o desempenho de mercado consegue ter, ainda assim, maior expressão na remuneração dos administradores executivos do que o desempenho da empresa: a conjuntura de mercado influencia a remuneração dos administradores executivos, visível pelo positivo retorno das ações da empresa na determinação da remuneração dos administradores.

O desempenho da empresa influi, sim, na remuneração variável daqueles administradores, mas não tem um peso significativo quando considerada a remuneração total<sup>147</sup>.

O outro estudo em causa pertence a PAULO PEREIRA DA SILVA<sup>148</sup>, igualmente datado de 2009. Nesse estudo, procurou perceber-se se o desempenho das sociedades impacta a remuneração dos administradores executivos, bem como se a existência de uma comissão de remunerações potencia um melhor enquadramento remuneratório.

Concluiu essencialmente que a independência dos membros da comissão é um elemento preponderante na atribuição de uma remuneração adequada à situação económica da empresa e do mercado<sup>149</sup>.

Como tal, refere o autor que a ligação existente entre a remuneração dos administradores executivos e o desempenho não assume relevância, se a comissão de remunerações não for constituída por membros independentes, na sua maioria. A ser esse o caso, se o administrador executivo revelasse um mau desempenho, não seria penalizado de uma forma que influenciasse consideravelmente a sua remuneração.<sup>150</sup>

#### Análise de cinco sociedades cotadas em Portugal

---

<sup>145</sup> *Vd. NASCIMENTO, R. S. P., ib. p. 78.*

<sup>146</sup> *Vd. NASCIMENTO, R. S. P., ib. p. 78.*

<sup>147</sup> *Vd. NASCIMENTO, R. S. P., ib. p. 84.*

<sup>148</sup> *Vd. SILVA, Paulo Pereira, (2009).*

<sup>149</sup> *Vd. SILVA, Paulo Pereira, ib. p. 89.*

<sup>150</sup> *Vd. SILVA, Paulo Pereira, ib. p. 89.*

O presente trabalho é indissociável de uma análise tanto teórica, como prática. Julgamos ser da maior utilidade contrabalançar os diversos aspetos analisados acima com a sua aplicabilidade a uma amostra de sociedades que têm as suas ações admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*, de forma a perceber, em termos casuísticos, os critérios que presidem à atribuição das componentes remuneratórias – fixa e variável – mas sobretudo, e com particular ênfase, nas determinantes da remuneração variável.

Ao nos debruçarmos sobre estes critérios, o intuito será o de perceber que estruturas governativas as sociedades utilizam para determinar a remuneração atribuível; em que consistem as políticas prosseguidas, considerando os problemas do risco e da sustentabilidade; se o modelo de governo adotado tem impacto ou influencia de algum modo a remuneração atribuível; e ainda o conteúdo e as determinantes utilizadas para definir a remuneração variável, nomeadamente.

Pelo exposto, dividiremos esta análise empírica em diversos pontos, em concomitância com os aspetos e critérios referidos, e de acordo com os tópicos que constituíram a vertente teórica deste trabalho, que consideramos serem preponderantes.

As cinco sociedades que compõem o objeto de estudo são a SONAE – SGPS, S.A., a EDP – Energias de Portugal, S.A., os CTT – Correios de Portugal, S.A., a NOS – SGPS, S.A. e a *The Navigator Company, S.A.*

Do que podemos já adiantar, transversal a todas as sociedades é a preocupação evidente com o alinhamento de interesses a médio e longo prazo e com o desenvolvimento de um desempenho sustentado, isto é, um desempenho que seja dotado de consistência de forma a garantir a solidez financeira e não-financeira da sociedade a longo prazo, impondo limites à assunção de riscos desmedidos que confirmam um retorno a curto prazo.

Processo de decisão da remuneração atribuível e independência das estruturas competentes

As sociedades em causa têm constituída uma Comissão de Vencimentos, que é responsável pela apresentação da proposta de política de remunerações à assembleia geral, determinando as componentes remuneratórias a atribuir. Esta Comissão é eleita pela Assembleia Geral, na generalidade das sociedades. Deste modelo desvia-se, em parte, a EDP, que conta com a presença de duas comissões de vencimentos:

- Uma CV eleita pelo Conselho Geral e de Supervisão – elabora a proposta de remunerações do conselho de administração executivo, sujeitando-a à aprovação da AG. É composta, maioritariamente, por membros independentes.
- Uma CV eleita pela Assembleia Geral - fixa as remunerações dos órgãos sociais, menos do Conselho de Administração Executivo, sendo os seus membros maioritariamente independentes.

Em termos de independência, a SONAE e a *The Navigator Company* frisam a composição da sua CV por membros inteiramente independentes<sup>151152</sup>, diferentemente do que se sucede na EDP e nos CTT, em que o critério de independência apenas se verifica face à maioria dos membros e já não à totalidade. A CV da NOS é composta por dois membros, nenhum deles independente<sup>153</sup>.

Verifica-se igualmente que em algumas sociedades foi constituída uma Comissão de Remunerações, como é o caso da SONAE, tendo esta a função de auxiliar a Comissão de Vencimentos na avaliação do desempenho e elaboração da proposta de remuneração dos administradores executivos. Nesse âmbito, a Comissão de Remunerações é nomeada pelo Conselho de Administração.

Todas estas Comissões de Vencimentos propugnam pelo elevado conhecimento e experiência dos seus membros no campo remuneratório, prevendo a possibilidade de recorrerem a consultores externos<sup>154</sup>.

#### Modelo de governo

Verificou-se que a SONAE, a NOS e a *The Navigator Company* adotaram um modelo de governo monista, do qual fazem parte um Conselho de Administração, um Conselho Fiscal e um Revisor Oficial de Contas.

Já a EDP apresenta um modelo de governo dualista, contando com um Conselho de Administração Executivo, um Conselho Geral e de Supervisão e um Revisor Oficial de Contas.

<sup>151</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações, SONAE, 2021, p. 2.*

<sup>152</sup> *Vd. Relatório e Contas 2020, The Navigator Company, p. 169.*

<sup>153</sup> *Vd. Relatório e Contas 2020, NOS, p. 13.*

<sup>154</sup> Conforme a recomendação V.2.5. do CGS do IPCG.

Os CTT, por seu turno, dispõem do modelo de governo anglo-saxónico, contando com o Conselho de Administração, a Comissão de Auditoria e o Revisor Oficial de Contas.

Verificou-se que na maioria das sociedades que constituem a amostra, a política remuneratória face aos administradores executivos incumbe à Comissão de Vencimentos eleita pela assembleia geral, à exceção da EDP, que para o efeito conta com uma Comissão de Vencimentos eleita pelo Conselho Geral e de supervisão, como se referiu.

Pelo exposto, resulta que a estrutura competente em termos de definição da política remuneratória depende do modelo de governo adotado, em conformidade com os desenvolvimentos teóricos acima descritos.

#### Remuneração variável. Composição e conexão com o desempenho

As sociedades em questão recorrem a estudos comparatísticos de mercado, tanto a nível nacional como internacional<sup>155</sup>, numa ótica de *benchmarking* com as empresas com funções comparáveis, para efeitos de levantamento das práticas remuneratórias prosseguidas e conseqüente adaptação à realidade de cada sociedade.

Em termos globais, são tomadas em linha de conta as responsabilidades incorridas, analisando-se também o desempenho individual dos administradores e o desempenho coletivo.

Comum a todas as empresas analisadas, é também a incerteza de que se reveste a atribuição da remuneração variável. Quer isto dizer que não se encontra garantida, dependendo do atingimento dos objetivos propostos e da qualidade demonstrada na prossecução dos mesmos.

Dada a diversidade de critérios e formas de atribuição desta componente remuneratória, entre as empresas, iremos debruçar-nos sobre esta questão com uma análise de cada empresa em particular.

---

<sup>155</sup> A SONAE, por exemplo, serve-se de estudos referenciados pela *Mercer* e pela *Korn Ferry*, assim como tendo em apreciação as práticas remuneratórias das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*.

A SONAE tem como componentes remuneratórias variáveis, prémios de curto prazo e de médio prazo, conforme a existência, ou não, de diferimento no seu pagamento, respetivamente.

Para a atribuição dos prémios, são apreciados os resultados alcançados pela sociedade e o desempenho individual e coletivo demonstrados, para além de terem em conta o compromisso demonstrado para com os objetivos estipulados à priori<sup>156</sup>. As funções desempenhadas são avaliadas de acordo com a sua «complexidade, qualificação, experiência exigida, autonomia e responsabilidades atribuídas».<sup>157</sup>

	<i>Composição</i>	<i>Crítérios de atribuição</i>	<i>Características</i>
<b>Remuneração Fixa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Remuneração base</li> <li>✓ Subsídio de responsabilidade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Desempenho</li> <li>✓ Responsabilidade da função</li> <li>✓ Competências</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Valor máximo</li> </ul>
<b>Remuneração Variável</b>	Prémio Variável de Curto Prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KPI coletivos (70%) – financeiros (40%) [volume de negócios; resultado direto] e estratégicos [talento, sustentabilidade, gestão de portfólio]</li> <li>▪ KPI individuais (30%) – indicadores subjetivos e objetivos</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aumento resultados</li> <li>✓ No máximo, representa 50% do valor do prémio total</li> <li>✓ Pagamento em numerário ou ações</li> <li>✓ Participação nos lucros</li> <li>✓ Valor máximo: 68% da RT</li> </ul>
	Prémio Variável de Médio Prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KPI de médio prazo: ROIC</li> <li>▪ <i>Total Shareholder Return</i></li> </ul> </li> <li>👉 Variabilidade do número de ações</li> <li>👉 Variabilidade do valor do prémio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Alinhamento de interesses</li> <li>✓ Pagamento diferido, no mínimo, por 3 anos</li> <li>✓ Atribuição do direito de aquisição de ações</li> <li>✓ No mínimo, representa 50% do prémio total</li> <li>✓ Valor máximo: 68% da RT</li> </ul>
	Opções sobre Ações	✗	✗
<b>Benefícios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ seguro de saúde, vida e acidentes pessoais</li> <li>✗ Reforma a cargo da sociedade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Desempenho</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aumento da competitividade e motivação</li> <li>✓ Compromisso societário</li> <li>✗ Valor máximo</li> </ul>

<sup>156</sup> A aferição do cumprimento destes objetivos é calculada através de *Key Performance Indicators* (KPI).

<sup>157</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações, SONAE, 2021, p. 4.*

Apesar de, por norma, a retribuição sob a forma de ações ser enquadrada numa perspetiva de longo prazo, a SONAE prevê a possibilidade da sua atribuição na vertente remuneratória a curto prazo, ou seja, sob a forma de prémio variável de curto prazo. A acontecer, o seu pagamento será realizado no primeiro semestre a seguir ao ano respeitante, de acordo com os termos previstos para o prémio variável de médio prazo.<sup>158</sup>

O prémio variável de médio prazo confere um direito à aquisição de ações da SONAE. Tem um diferimento de 3 anos, depois da decisão da sua atribuição, ficando sujeito à evolução da cotação das ações, à correção pelos dividendos que tenham lugar e ao cumprimento dos objetivos de médio prazo propostos.<sup>159</sup>

#### *EDP – Energias de Portugal, S.A.*

A EDP tem uma estrutura remuneratória assente na remuneração fixa, remuneração variável (de curto prazo e longo prazo) e outros benefícios. Para efeitos de atribuição da remuneração variável, a verificação do cumprimento dos objetivos estipulados encontra-se em concomitância com o desempenho individual e coletivo e com os resultados verificados da EDP.<sup>160161</sup>

Note-se que a política de remunerações da EDP foi revista e aprovada pela assembleia geral em abril de 2021<sup>162</sup>, apresentando algumas diferenças substanciais face à política de remuneração anterior - entre as quais um novo plano de negócios - pelo que irão ser devidamente analisadas.

---

<sup>158</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações, SONAE, p. 6.*

<sup>159</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações, SONAE, p. 6.*

<sup>160</sup> *Vd. Relatório e Contas 2020, EDP, p. 283.*

<sup>161</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações dos membros do Conselho de Administração Executivo, EDP, 2021, p. 6.*

<sup>162</sup> *Vd. Proposta da Política de Remunerações dos membros do Conselho de Administração Executivo, EDP, 2021.*

	<i>Composição</i>	<i>Crítérios de atribuição</i>	<i>Características</i>
<b>Remuneração Fixa</b>	✓ Remuneração base	✗ Desempenho ✓ Responsabilidade da função	✗ Valor máximo
<b>Remuneração Variável</b>	Remuneração Variável Anual (incentivo/prémio de desempenho)	✓ Desempenho (em função de cada ano de mandato) ✓ 85% de objetivos atingidos, no mínimo ✓ Indicadores quantitativos (80%) <sup>163</sup> ✓ Indicadores qualitativos para avaliação de desempenho individual (20%) <sup>164</sup>	✓ Aumento resultados ✓ No máximo, representa 80% da RF ✓ Objetivos financeiros e não financeiros de curto prazo ✓ Pagamento em dinheiro ✓ 30% do seu valor pode ser pago com diferimento (2 anos) <sup>165</sup>
	Remuneração Variável Plurianual	✓ Desempenho (durante todo o mandato) ✓ 85% de objetivos atingidos, no mínimo e no final do mandato ✓ Indicadores quantitativos (80%) <sup>166</sup> ✓ Indicadores qualitativos (20%) - Avaliação do desempenho em termos individuais <sup>167</sup>	✓ Maximização do desempenho ✓ No máximo, representa 145% da RF (se os objetivos forem superados) ✓ Pagamento parcialmente diferido ✓ Objetivos financeiros e não financeiros de longo prazo ✓ Paga em ações
	Opções sobre ações	✗	✗
<b>Benefícios<sup>168</sup></b>	✓ Seguro de saúde, vida e acidentes pessoais ✓ Utilização de viatura e cobertura de custos associados ✗ Reforma a cargo da sociedade	✗ Desempenho	✓ Aumento da competitividade e motivação ✓ Compromisso societário ✗ Valor máximo

<sup>163</sup> De entre os quais, se contam os EPS, o TSR e indicadores ESG. *Vd.* Proposta EDP supracitada, p. 7.

<sup>164</sup> Correspondência com o plano de negócios, trabalho em equipa, gestão de pessoal e *stakeholders*. *Vd.* Proposta EDP, p. 8.

<sup>165</sup> Pode não haver lugar a diferimento caso o prémio anual não exceda 20% da remuneração fixa. *Vd.* Proposta EDP, p. 7.

<sup>166</sup> Indicadores de remuneração acionista, crescimento (EPS) e de fatores ESG (de que são exemplos a diminuição das emissões e diversidade de género). *Vd.* Proposta EDP, p. 10.

<sup>167</sup> A EDP baseia-se em indicadores de estratégia e execução, desenvolvimento dos seus trabalhadores, trabalho em equipa e gestão de *stakeholders*. *Vd.* Proposta EDP, p. 11.

<sup>168</sup> A EDP prevê ainda um plano de gestão flexível dos benefícios, destacando-se a introdução de um benefício de apoio às despesas associadas à internet fixa e aquisição de determinados equipamentos tecnológicos para cobrir a vertente do teletrabalho. Em prol da sustentabilidade, prevê a estipulação de condições mais favoráveis para aquisição de viaturas elétricas, rumo a um dos objetivos da empresa – a eletrificação da sua frota até 2030.

A componente variável de longo prazo é também atribuída conforme os objetivos tenham sido ou não alcançados, avaliação essa feita após o fecho de 3 exercícios sociais, encontrando-se o seu pagamento diferido<sup>169</sup> em termos parciais e exclusivamente sob a forma de ações<sup>170</sup>. Já a componente variável anual depende da verificação dos objetivos de curto prazo, paga em dinheiro e por referência ao exercício social transato, podendo estar sujeita a diferimento.

Note-se ainda que a EDP não prevê qualquer contribuição, a seu cargo, para um plano de reforma a conceder aos seus administradores executivos, tendo sim constituído um plano de poupança reforma (PPR), que não convoca a apreciação do artigo 402º, n.º 1 do CSC, como assim o refere<sup>171</sup>.

Certas limitações impostas pela EDP incluem um máximo atribuível à percentagem de desempenho por cada objetivo quantitativo, ou ainda a condição de, para efeitos de recebimento da remuneração variável, permanência no cargo dos membros do Conselho de Administração Executivo.

*C.T.T. – Correios de Portugal, S.A.*

Os administradores executivos têm direito a uma componente fixa e uma componente variável, englobando esta última uma componente anual – Remuneração Variável Anual (RVA) – dependente da concretização dos objetivos financeiros e não financeiros propostos, e atribuída em numerário; e uma componente de longo prazo – Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP) – através de plano de opções sobre ações da sociedade.

Mais frisa a sociedade que as componentes remuneratórias globalmente consideradas, são determinadas em função, nomeadamente, da situação económica da sociedade e da sua dimensão<sup>172</sup>.

---

<sup>169</sup> Pagamento ao longo de dois anos após a data de atribuição. *Vd.* Proposta EDP, p. 9.

<sup>170</sup> *Vd.* Relatório de Sustentabilidade EDP 2021, p. 29.

<sup>171</sup> *Vd.* Proposta EDP, p. 12.

<sup>172</sup> *Vd.* Proposta da Comissão de Vencimentos aprovada pela AG anual dos CTT, 2021, p. 3.

	<i>Composição</i>	<i>Crítérios de atribuição</i>	<i>Características</i>
<b>Remuneração Fixa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Remuneração base</li> <li>✓ Subsídio de refeição</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Complexidade da função</li> <li>✓ Sustentabilidade do desempenho</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <i>Benchmarking</i></li> </ul>
<b>Remuneração Variável</b>	Remuneração Variável Anual (RVA)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho</li> <li>✓ Atingimento superior a 80% dos objetivos financeiros</li> <li>✓ Indicadores financeiros (70%)<sup>173</sup></li> <li>✓ Indicadores não financeiros (30%)<sup>174</sup></li> <li>✓ Permanência do administrador em funções</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aumento resultados</li> <li>✓ Objetivos financeiros e não financeiros</li> <li>✓ Pagamento em numerário</li> <li>✓ No máximo, representa 85% da RF</li> <li>✓ Metade do pagamento é diferido por 3 anos</li> </ul>
	Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP)*	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho</li> <li>✓ Permanência do administrador em funções</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Opções sobre ações<sup>175</sup></li> <li>✓ Diferimento e retenção</li> </ul>
	Opções sobre ações	*	*
<b>Benefícios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Seguro de saúde, vida e acidentes pessoais</li> <li>✓ Utilização de viatura</li> <li>✗ Reforma a cargo da sociedade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Desempenho</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Aumento da competitividade e motivação</li> <li>✓ Compromisso societário</li> <li>✗ Valor máximo</li> </ul>

Existem dois aspetos interessantes a considerar. Por um lado, a sociedade prevê diferimento do pagamento, também para a RVA<sup>176</sup>, ao longo de três anos a partir da data de aprovação das contas, ficando dependente da contínua verificação de um desempenho positivo por parte da sociedade e do próprio administrador executivo, e da sustentabilidade da sua situação financeira<sup>177</sup>. Por outro, a sociedade enquadra como

<sup>173</sup> Os indicadores mais relevantes são: *Free Cash Flow per Share, Recurring Consolidated EBIT, EPS e Revenue*. *Vd. Relatório Integrado CTT, 2020, p. 170.*

<sup>174</sup> *Net Promoter Score* e outros critérios de desempenho relacionados com a sustentabilidade do desenvolvimento da atividade da empresa, estratégia, objetivos ambientais e com o desempenho comercial. *Vd. Relatório Integrado CTT, 2020, p. 170.*

<sup>175</sup> As ações entregues constituem ações próprias da sociedade, carecendo de autorização da assembleia geral. *Vd. Relatório Integrado CTT, 2020, p. 174.*

<sup>176</sup> A EDP prevê igualmente esta possibilidade, como observado acima.

<sup>177</sup> *Vd. Relatório Integrado CTT, 2020, p. 167 e 168.*

critério para aferição da remuneração fixa, a «sustentabilidade da performance dos CTT»<sup>178</sup>, o que constitui um aspeto diferenciador face às restantes sociedades.

Para a RVLP, são atribuídas a cada participante, um número fixo de opções, ficando dependentes do evoluir da cotação das ações e da verificação da continuidade de um desempenho positivo por parte dos CTT, numa lógica que é a de longo prazo. O exercício das opções apenas pode ter lugar três anos após o término do mandato, havendo ainda lugar a retenção de uma parte das ações.<sup>179</sup>

Se os objetivos propostos para a atribuição da RVA forem totalmente alcançados, a componente fixa rondará os 65%, contra 35% de RVA, para o total de remuneração anual. No máximo, juntando tanto a atribuição com o plano de ações a um preço de exercício que corresponda à média da cotação das ações, a componente fixa da remuneração poderá atingir os 53%, enquanto a RVA e RVLP poderão atingir os 47% da remuneração total.

Também esta sociedade estipula máximos de remuneração variável atribuível, definindo um desempenho máximo. A sociedade não prevê um sistema de bónus/prémios, assim como não prevê um plano de reforma a cargo da sociedade, apesar de referir que 10% da remuneração fixa mensal seja aplicado a um «plano de pensões de contribuição definida ou de poupança reforma»<sup>180</sup>.

#### *NOS, SGPS, S.A.*

A política de remunerações da NOS integra uma componente fixa e uma componente variável, esta última subdividindo-se em prémios variáveis de curto e médio prazo<sup>181</sup>.

A remuneração variável pode atingir, no máximo, 120% da remuneração fixa<sup>182</sup>, sendo aquela determinada pela utilização de KPI individuais qualitativos (com um peso de 30%) e KPI coletivos (peso de 70%).

---

<sup>178</sup> *Vd.* Proposta da Comissão de Vencimentos CTT, referida supra, p. 5.

<sup>179</sup> *Vd.* Relatório Integrado CTT, 2020, p. 168.

<sup>180</sup> *Vd.* Proposta da Comissão de Vencimentos CTT, referida supra, p. 14; e Relatório Integrado CTT, 2020, p. 175.

<sup>181</sup> Cada prémio representa 50% da remuneração variável. *Vd.* Proposta sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização, já aprovada da NOS, 2021, p. 6.

<sup>182</sup> Também a remuneração total de encontra limitada por máximos. *Vd.* Relatório e Contas 2020 NOS, p. 306.

De facto, a NOS não esclarece quanto aos indicadores utilizados para aferição de cada uma das componentes da remuneração variável, referindo-se apenas à utilização de KPI individuais e coletivos relativamente à remuneração variável considerada como um todo<sup>183</sup>.

	<i>Composição</i>	<i>Crítérios de atribuição</i>	<i>Características</i>
<b>Remuneração Fixa</b>	✓ Remuneração base	✓ Complexidade da função	✓ <i>Benchmarking</i>
<b>Remuneração Variável</b>	Prémio Variável de Curto Prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho</li> <li>✓ Resultados positivos da NOS <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Critérios de desempenho da NOS</li> <li>▪ Indicadores de rentabilidade, crescimento e sustentabilidade</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Recompensa pelo desempenho individual e da NOS</li> <li>✓ Participação nos resultados da NOS</li> <li>✓ Pagamento em numerário</li> </ul>
	Prémio Variável de Médio Prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho</li> <li>✓ Resultados positivos da NOS <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Critérios de desempenho individual e da NOS</li> <li>▪ Indicadores de rentabilidade, crescimento e sustentabilidade</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Plano de ações</li> <li>✓ Alinhamento de interesses</li> <li>✓ Possibilidade de diferimento na entrega de ações</li> </ul>
	Opções sobre ações	✗	✗
<b>Benefícios</b>	✗ Reforma a cargo da sociedade	_____	_____

No que toca à remuneração variável de curto prazo, a mesma terá lugar se os resultados da sociedade o permitirem, numa lógica que é a de avaliação do desempenho da NOS<sup>184</sup>.

A sociedade prevê ainda um plano de atribuição de ações, englobado na componente de remuneração variável a médio prazo e inteiramente dependente do desempenho revelado pela NOS e pelos administradores executivos em termos individuais<sup>185</sup>. Para efeitos da entrega das ações atribuídas, o Regulamento do Plano de Atribuição de Ações da NOS estatui que a entrega poderá acontecer concomitantemente à data da atribuição ou ser

<sup>183</sup> O desempenho da NOS é medido através de indicadores financeiros como o EBITDA, o *Free Cash Flow* depois de juros, impostos e antes de dividendos, ou ainda Investimentos Financeiros e Aquisição de ações próprias, e indicadores não financeiros como o *Net Promoter Score*. *Vd.* Proposta NOS referida supra, p. 6.

<sup>184</sup> *Vd.* Proposta supra, p. 8.

<sup>185</sup> *Vd.* Proposta supra, p. 7.

diferida por um período de tempo de 3 anos<sup>186</sup>. No entanto, o Relatório e Contas da NOS de 2020, assim como a proposta de política de remunerações da sociedade de 2021, já aprovada, esclarecem que a prática societária tem ido no sentido da entrega de ações com um diferimento de 3 anos<sup>187</sup>, para além de não estar previsto um período de retenção após a sua entrega<sup>188</sup>.

Para se comprovarem os resultados positivos da NOS, o que por sua vez permitirá a aquisição de ações pelos administradores ao fim de 3 anos, a situação líquida da sociedade terá que ser superior à que demonstrava ter aquando da atribuição de ações<sup>189</sup> a par de um desempenho positivo por parte do administrador executivo<sup>190</sup>.

O relatório e contas da NOS é omissivo quanto à atribuição de benefícios aos seus administradores executivos, não mencionando a existência de seguros de saúde, vida ou acidentes pessoais, sendo, no entanto, exposto quanto à não previsão de regimes de reforma a cargo da sociedade<sup>191</sup>. Relativamente à remuneração fixa, apenas menciona a remuneração base<sup>192</sup>.

#### *The Navigator Company, S.A.*

A política remuneratória desta sociedade, assenta numa componente fixa, em todo o caso devida aos administradores, e uma componente variável envolta num propósito de sustentabilidade, que não se encontra subdividida em curto prazo ou médio/longo prazo.

O desempenho, para efeitos de atribuição da remuneração variável, é avaliado tendo por referência um conjunto de KPI, quantitativos e qualitativos, que abarcam tanto a *performance* da sociedade, através de indicadores gerais de negócio, como a *performance* do próprio administrador, através de indicadores comportamentais. Para além disto e em prol da sustentabilidade, é usado como critério de atribuição de remuneração variável a conformidade da atuação dos administradores com o programa de eficiência energética

---

<sup>186</sup> *Vd.* Regulamento sobre remuneração variável de curto e médio prazo, NOS, 2021, art. 2º, n.º 1, al. n).

<sup>187</sup> *Vd.* Proposta supra, p. 7 e Relatório e Contas NOS 2020, p. 311.

<sup>188</sup> *Vd.* Proposta supra, p. 7.

<sup>189</sup> Excluindo-se movimentos extraordinários que tenham lugar durante o período que medeia a atribuição de ações e a entrega das mesmas, de que são exemplo aumentos de capital, compra e venda de ações próprias ou distribuição de dividendos a título extraordinário. *Vd.* Relatório e Contas NOS, 2020, p. 307.

<sup>190</sup> *Vd.* Relatório supra, p. 310.

<sup>191</sup> *Vd.* Relatório supra, p. 308.

<sup>192</sup> *Vd.* Relatório supra, p. 307.

previsto pela sociedade, com vista, genericamente, à redução das emissões de dióxido de carbono e utilização eficiente da energia<sup>193</sup>.

	<i>Composição</i>	<i>Crítérios de atribuição</i>	<i>Características</i>
<b>Remuneração Fixa</b>	✓ Remuneração base	✓ Complexidade da função	✓ <i>Benchmarking</i>
<b>Remuneração Variável</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desempenho da sociedade e individual</li> <li>✓ Correspondência com os objetivos fixados</li> <li>✓ Ponderação da situação económica da sociedade, funções exercidas e comparabilidade com o mercado</li> <li>✓ Indicadores de negócio e Indicadores comportamentais<sup>194</sup></li> <li>✓ Programa de eficiência energética</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Diferimento</li> <li>✓ Montante inferior a 5% do RL do exercício social transato</li> <li>✓ Importância da sustentabilidade</li> <li>✓ Limitação da remuneração variável</li> <li>✓ Acompanhamento da Comissão de Nomeações e Avaliações</li> </ul>
	Opções sobre ações	✗	✗
<b>Benefícios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Seguro de saúde e acidentes pessoais</li> <li>✓ Meios para o exercício de funções</li> <li>✗ Reforma a cargo da sociedade</li> </ul>	✗ Desempenho	_____

A sociedade não comina o diferimento de pagamento da componente variável. Entende a sociedade que a razão que subjaz à imposição de um diferimento no pagamento da remuneração variável, ou seja, proporcionar «uma relação mais direta entre a remuneração e o impacto da gestão na sociedade num prazo mais alargado»<sup>195</sup>, não se justifica no seu caso concreto, atendendo ao facto de tal não constituir uma prática seguida pela sociedade nos anos precedentes e porque as funções de administração no seu seio

<sup>193</sup> *Vd. Proposta da Comissão de Fixação de Vencimentos, The Navigator Company, 2021, ponto IV, n.º 7, e aprovada em assembleia geral, em maio de 2021.*

<sup>194</sup> Para determinar o desempenho da sociedade, os indicadores de negócio com mais relevância são o EBITDA, RL, Cash Flow e TSR vs Pares. Já para determinar o desempenho individual do administrador, realce-se o alinhamento de interesses com os interesses a longo prazo da sociedade. *Vd. Proposta supra, ponto IV, n.º 7.*

<sup>195</sup> *Vd. Proposta supra, ponto IV, n.º 9.*

estão associadas a uma certa estabilidade que desde logo as conecta com o compromisso a médio e longo prazo<sup>196</sup>.

Ademais, a componente variável eventualmente devida aos administradores executivos não pode ser superior a 5% do RL do exercício social transato<sup>197</sup>. Para além desta imposição, a sociedade tem em conta outros mecanismos para limitar a remuneração variável<sup>198</sup>: não há direito a RV caso o desempenho da sociedade tenha diminuído significativamente; e o seu montante tem um limite máximo, para que os administradores executivos não incorram em risco excessivo para a obtenção imediata de resultados favoráveis, em prejuízo da garantia de sustentabilidade futura.

Não se encontram previstos planos de ações ou opções sobre ações enquanto formas de remuneração, assim como não existem outros benefícios para além dos descritos na tabela.

#### Sustentabilidade: Mitigação de conflitos de interesses, Risco e Divulgação de informação

A criação de valor a longo prazo e de forma sustentada, é encarada pelas empresas como uma meta que só pode ser alcançada através da correta avaliação e gestão do risco, paralelamente à transparência da informação, de forma a acautelar possíveis conflitos de interesses entre acionistas e administradores desvirtuadores do propósito societário.

Pelo que se infere da análise, os fatores ESG constituem o reflexo da responsabilização das sociedades em matéria de sustentabilidade, ao nível ambiental, social e governativo. A aposta nas energias renováveis (a par da redução da emissão de gases poluentes); a inovação tecnológica capaz de comportar benefícios sociais e ambientais, sobretudo; o delineamento de uma política remuneratória adequada à valorização do capital humano e inerente promoção da diversidade e da igualdade de género – são algumas das práticas mais comuns seguidas pelas empresas, neste sentido.

---

<sup>196</sup> *Vd. Relatório e Contas 2020, The Navigator Company*, p. 185. Contudo, um dos elementos que compõem o EBITDA não é calculado por referência ao exercício, mas sim pela previsão a médio prazo da sustentabilidade do desempenho da sociedade. *Vd. no mesmo relatório*, p. 171.

<sup>197</sup> *Vd. Relatório supra*, p. 171 e 193.

<sup>198</sup> *Vd. Proposta supra*, ponto IV, n.º 7.

A resposta dada à prossecução das políticas e metas descritas, é avaliada no processo de determinação da remuneração variável eventualmente devida aos administradores executivos. A sustentabilidade da *performance* dos administradores executivos e da sociedade em geral é, como já referido *supra*, um dos critérios utilizados pelas empresas para efeitos de determinação da componente variável. Por outro lado, o diferimento do seu pagamento, sobretudo na vertente de atribuição de ações da sociedade, pela sujeição à continua verificação de um desempenho positivo, é igualmente visto pelas sociedades como um instrumento para o seu desenvolvimento sustentável<sup>199</sup> e para o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

Por outro lado, o risco é assumido pelas sociedades como um fator inevitável a considerar na atividade societária. A monitorização periódica do risco e o diferimento subjacente ao pagamento da remuneração variável são as formas que mais contribuem para a sua minoração.

No que concerne à transparência, observou-se que todas as empresas em questão divulgam as remunerações atribuídas aos administradores executivos, de forma agregada e individual.

---

<sup>199</sup> À exceção, como analisado acima, da *The Navigator Company*, que não adotou esta prática.

## Conclusão

O presente trabalho procurou explorar as práticas remuneratórias em Portugal, das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, particularmente no que concerne à componente variável de remuneração e à influência que o desempenho evidenciado pela sociedade e pelos administradores executivos tem na sua determinação.

A remuneração dos administradores executivos é um dos temas de governo societário mais mediáticos, por um lado, e com uma relevância indiscutível em assuntos como o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores, a motivação necessária à prossecução dos melhores interesses societários, ou a sustentabilidade das sociedades e da sua gestão, em termos financeiros e não-financeiros.

O princípio *say on pay* assume um peso inegável na garantia de transparência necessária à boa prossecução da atividade societária, legitimando, como vimos, a política remuneratória adotada face aos administradores executivos. Paralelamente, a Comissão de Remunerações é um importante mecanismo de governo societário, subjacente que tem as recomendações no sentido de a dotar de profissionais especializados em práticas remuneratórias, assim como apelando à sua constituição por membros independentes.

A legislação e os instrumentos recomendatórios existentes sobre o tema encontram-se largamente densificados, tendo incutido nas sociedades o dever de responsabilização pela condução da sua atividade societária em conformidade com os propósitos de sustentabilidade - a nível ambiental, social e governativo – que apelam à consolidação do poderio económico da sociedade a longo prazo, desincentivando-se a assunção desmedida de riscos que confirmam um retorno a curto prazo, mas em sacrifício da estabilidade económico-financeira da sociedade no futuro.

A exigência de divulgação da informação relativa às sociedades cotadas, apesar das desvantagens que pode comportar e que foram indicadas no decurso do trabalho, quando consideradas no seu cômputo geral, são notoriamente mais vantajosas para minorar os efeitos negativos da assimetria de informação naturalmente existente entre acionistas e administradores. Tornar a atividade societária o mais transparente e credível possível, fomenta o interesse por parte dos investidores.

É sobretudo ao nível da componente variável da remuneração que estas questões adquirem um maior interesse, pois é para a sua determinação e atribuição que se analisa a postura da sociedade e do administrador executivo no crescimento da atividade societária, atendendo a critérios quantitativos, mas também qualitativos, que permitam revelar a concertação de esforços em torno das recomendações de bom governo societário.

Dentro desta componente variável, assumem um peso considerável os bónus. No entanto, é cada vez mais frequente a utilização de esquemas remuneratórios respeitantes à atribuição de ações ou opções sobre aquisição ou subscrição de ações, subjacente a uma lógica de longo prazo e tendo como requisito, por norma, a contínua verificação de um desempenho positivo para o exercício dos direitos correspondentes, traduzido no período de diferimento que preside a estes tipos remuneratórios.

Contudo, apesar da importância de que se reveste a componente variável, para os efeitos já assinalados, a componente fixa remuneratória é ainda a componente com o maior peso na balança, na prática remuneratória portuguesa.

## Bibliografia

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Código das sociedades comerciais em comentário*, Vol. VI (artigos 373º a 480º), Almedina, 2013;
- ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Governança das sociedades comerciais*, Almedina, 2006;
- ASLAMA, Ejaz, HARONA, Razali e TAHIR, Muhammad, *How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan*, *Borsa*, disponível em <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.01.003>;
- AZIM, Mohammad, MEI, Joyce e RAHMAN, Samina, *Executives Remuneration and Company Performance: An Evaluation*, *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 7(2), 16-31, 2011, disponível em <http://dx.doi.org/10.22495/cbv7i2art2>
- CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, 1, 9-52, 2011;
- CÂMARA, Paulo, *Say on Pay: O dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral*, 2010, disponível em [https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/2011/FG\\_PC\\_Say\\_on\\_Pay\\_Julho\\_2010.pdf](https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/2011/FG_PC_Say_on_Pay_Julho_2010.pdf)
- CORDEIRO, António Menezes, (Coord.), *Código das sociedades comerciais anotado*, 4ª ed., Almedina, 2021;
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Almedina, 2019;
- CUNHA, Paulo Olavo, *Reforma e pensão de administradores (a cargo da sociedade administrada)*, in *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier*, Lisboa, Universidade Católica Editora, Vol. III, 2015;
- DOMINGUES, Paulo de Tarso, *A reforma dos Administradores*, I Colóquio Internacional sobre o Regime Jurídico da Administração das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2014.

- FERNANDES, Luís Carvalho, e LABAREDA, João, *Do regime jurídico do direito à reforma dos administradores a cargo das sociedades anónimas*, Revista de Direito das Sociedades, Ano II, 3/4, 531-555, 2010;
- FERREIRA, Ânia, e FERNANDES, Teresa, *Estudo sobre a atribuição de pensões e suplementos de reforma aos administradores das sociedades anónimas*, DSR, Ano 5, Vol. 9, Almedina, Coimbra, 2013;
- GIÃO, João Sousa, *Conflitos de interesses entre administradores e os acionistas na SA: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores*, in CÂMARA, Paulo (et. Al.), *Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um Balanço a partir da crise financeira*, Almedina, 2010;
- GOMES, José Ferreira, *O novo código de governo das sociedades do IPCG e a substituição do Código da CMVM*, Revista de Direito das Sociedades, IX, 4, 979-991, 2017;
- GONÇALVES, Diogo Costa, *A remuneração dos administradores das instituições de crédito: o comité de remunerações*, Revista de Direito das Sociedades, VII, 3/4, 509-533, 2015;
- GUEDES, Inês Ermida de Sousa, *A Remuneração dos Administradores. Perspetiva da crise de 2008*, Almedina, 2011;
- JENSEN, Michael. e MURPHY, Kevin, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, N° 2, 1990;
- MARTINS, Alexandre de Soveral, *Administração de Sociedades Anónimas e Responsabilidade dos Administradores*, Almedina, 2020;
- MENDES, Evaristo Ferreira, *Governança Societária e Justiça Intergeracional*, 2017, disponível em: [https://www.evaristomendes.eu/P\\_1\\_10.html](https://www.evaristomendes.eu/P_1_10.html)
- NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira, *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 32, N.º 1, 2009;
- PINHEIRO, Rita Gomes, *A política de remuneração dos administradores nas sociedades anónimas*, Dissertação de Mestrado, UCP, Lisboa, 2010;
- RIBEIRO, Maria de Fátima, *Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de*

*remunerações*, in REIS, João (et. Al.), (Coord), *Para Jorge Leite Escritos Jurídicos*, Vol. II, Coimbra Editora, 2014;

- RODRIGUES, Duarte, in ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Governança das sociedades comerciais*, Almedina, 2006
- SERAPICOS, Armando, LEITE, Joaquim e FERNANDES, Paula, *Agency theory approach of the relationship between performance, compensation and value creation in the companies listed on Euronext Lisbon*, 2019, disponível em <http://hdl.handle.net/10198/21878>;
- SILVA, António Saraiva Santos, *Reforma dos Administradores das Sociedades Anónimas*, Dissertação de Mestrado, UCP, Lisboa, 2020;
- SILVA, Paulo Pereira, *Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e desempenho das empresas*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 33, N.º 1, 2009;
- SIMÃO, Jorge André Carita, *A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*, Separata da Revista de Direito das Sociedades, Ano II, 3 / 4, Almedina, 2010;
- SOARES, Patrícia Assunção, *A remuneração dos administradores e a situação económica de crise*, DataVenía Revista Jurídica Digital, Ano 5, N.º 7, 2017, disponível em [https://datavenia.pt/ficheiros/edicao07/datavenia07\\_p231\\_246.pdf](https://datavenia.pt/ficheiros/edicao07/datavenia07_p231_246.pdf);

## Webgrafia

- *Code of Best Practices*, disponível em <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>;
- COM (2003), 284 final, Bruxelas, 21 de maio de 2003, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal/>;
- *Corporate Governance Guidelines*, disponível em [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/euroshareholders\\_2000.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/euroshareholders_2000.pdf);
- *ESG Survey, International Valuation Standards Council*, disponível em <https://www.ivsc.org/esg-survey/>;
- Estudo Mercer, *Remuneração dos Executivos de Topo*, 26 de janeiro de 2016, Lisboa, disponível em <https://www.mercer.pt/newsroom/estudo-merc-remuneracao-de-executivos-de-topo.html> ;
- Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, disponível em <http://data.europa.eu/eli/dir/2007/36/oj> ;
- Diretiva EU 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, disponível em <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj>;
- MACASKILL, Andrew, *Carillion bosses' personal greed and recklessness led to downfall: MPs, Reuters*, disponível em <https://www.reuters.com>;
- Princípios da OCDE, 2004, disponível em <https://www.oecd.org>;
- Proposta da Comissão de Vencimentos aprovada pela Assembleia Geral anual dos CTT, 2021, disponível em <https://www.ctt.pt>;
- Proposta da Política de Remunerações, SONAE, 2021, disponível em <https://www.sonae.pt> ;
- Proposta da Política de Remuneração dos membros do Conselho de Administração Executivo de 2021, EDP, disponível em <https://www.edp.com>;
- Proposta sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização, já aprovada, NOS, 2021, disponível em <https://www.nos.pt> ;
- Proposta da Comissão de Fixação de Vencimentos, *The Navigator Company*, 2021, disponível em <http://www.thenavigatorcompany.com>;

- Protocolo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto Português de *Corporate Governance*, 2017, disponível em <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/protocolo-cmvm-ipcg.pdf> ;
- Recomendação da Comissão 2004/913/CE, disponível em <http://data.europa.eu/eli/reco/2004/913/oj>;
- Recomendação da Comissão 2005/162/CE, disponível em <http://data.europa.eu/eli/reco/2005/162/oj> ;
- *Report of the Committee, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, disponível em <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf> ;
- Relatório Cadbury, 1992, disponível em <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj>;
- Relatório de Sustentabilidade EDP, 2021, disponível em <https://www.edp.com>
- Relatório e Contas 2020, EDP, disponível em <https://www.edp.com> ;
- Relatório e Contas 2020, NOS, disponível em <https://www.nos.pt> ;
- Relatório e Contas 2020, *The Navigator Company*, disponível em <http://www.thenavigatorcompany.com> ;
- Relatório Integrado CTT, 2020, disponível em <https://www.ctt.pt> .

## **Jurisprudência**

### **SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA**

- Ac. Supremo Tribunal de Justiça de 29 novembro de 2005, (REIS FIGUEIRA), CJ-STJ, ano XIII, t. III, 2005, p. 140-143;
- Ac. Supremo Tribunal de Justiça de 1 março de 2007 (JOÃO CAMILO), Proc. nº 07A080, <http://www.dgsi.pt> ;
- Ac. Supremo Tribunal de Justiça de 27 março de 2014, (FERNANDO BENTO), Proc. 9836/09.6TBMAL.P1.S1, 2ª secção, disponível em <https://jurisprudencia.csm.org.pt>

### **TRIBUNAL DA RELAÇÃO DE LISBOA**

- Ac. Tribunal da Relação de Lisboa de 4 de fevereiro de 2014 (CONCEIÇÃO SAAVEDRA) / Proc. 500/12.0TVLSB.L1-7, <http://www.dgsi.pt> ;
- Ac. Tribunal da Relação de Lisboa de 20 janeiro de 2005, (TIBÉRIO SILVA), *Coletânea de Jurisprudência*, ano XXX, t. I, 2005, p. 78-83;

### **TRIBUNAL DA RELAÇÃO DO PORTO**

- Ac. Tribunal da Relação do Porto de 12 julho de 1984, (GÓIS PINHEIRO), *Coletânea de Jurisprudência*, ano VI, t. IV, 1984, p. 201-203.