

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA – ESCOLA DE LISBOA**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS**  
**FACULDADE DE DIREITO**



**A INFLUÊNCIA DOS ACCIONISTAS NO PROCESSO DE FIXAÇÃO  
DE REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES**  
A DECLARAÇÃO SOBRE POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO

MESTRADO DIREITO E GESTÃO

ANO LECTIVO 2010/2012

**SORAIA RAMOS DE ALMEIDA**

**LISBOA, MARÇO DE 2012**

SOB A ORIENTAÇÃO DO DR. JORGE DE BRITO PEREIRA

**Índice**

Capítulo I. Introdução.....	2
Capítulo II. O Conflito de interesses entre administradores e accionistas – problema de agência.	4
Capítulo III. A Evolução Regulatória em matéria de remuneração.....	7
I.    Algumas notas no plano regulatório internacional .....	7
II.   As instituições da União Europeia.....	9
III.  O ordenamento jurídico português.....	12
Capítulo IV. Competência para a fixação de remuneração dos membros dos órgãos societários.	15
Capítulo V. Dever de apresentação à Assembleia Geral de uma Declaração sobre Política de Remuneração: o <i>say on pay</i> .....	20
I.    Competência para apresentação da declaração emitida ao abrigo da Lei n.º 28/2009.....	25
II.   Fundamento da aprovação da declaração sobre política de remuneração pela Assembleia Geral	27
Capítulo VI. Análise empírica das declarações sobre política de remuneração submetidas na EDP e Semapa no exercício de 2011 .....	31
I.    A Declaração da Comissão de Vencimentos da EDP sobre a Política de Remunerações dos Membros do Conselho de Administração Executivo .....	32
II.   Declaração da Comissão de Remunerações relativa à Política de Remuneração dos Membros do Órgão de Administração e Fiscalização da Semapa .....	35
Capítulo VII. Apreciação crítica e conclusões.....	37
Bibliografia .....	40

## Capítulo I. Introdução

*Excessive CEO pay is the mad cow disease of American boardrooms. It moves from company to company, rendering directors incapable of applying common sense.*<sup>1</sup>

J. Richard Finlay

Chairman, Center for Corporate and Public Governance

Os escândalos internacionais no domínio do governo das sociedades que marcaram a última década, envolvendo empresas como a *Enron* e a *Worldcom*, e a crise financeira de 2007-2009 suscitaram interesse relativamente à problemática da remuneração dos administradores, levando o tema para o centro das discussões académicas.

Em 2002, os casos *Enron* e *Worldcom*, marcados pela falta de transparência na análise financeira e contabilística, pela falta de independência dos auditores e consequente manipulação de resultados em prejuízo do interesse da sociedade e dos seus accionistas, rapidamente revelaram o excessivo poder dos administradores no seio das sociedades, bem como perversos modelos remuneratórios e de incentivos que premiavam a *performance* de curto prazo<sup>2</sup>. A era *Enron* potenciou a discussão em volta do problema de agência na relação entre accionistas e administradores e da necessidade de se aperfeiçoar o processo de estruturação e fixação da remuneração dos dirigentes das sociedades, enquanto mecanismo de alinhamento do interesse dos accionistas com o dos administradores.<sup>3</sup>

Por sua vez, a crise financeira de 2007-2009 vem confirmar o papel fundamental das políticas e estruturas remuneratórias no governo das sociedades, tendo sido uma das falhas verificadas no governo das instituições e causa de algumas insolvências no âmbito do sistema financeiro. O Financial Stability Board considerou como uma das causas da crise financeira de 2007-2009 as práticas compensatórias das instituições financeiras que promoviam a excessiva

---

<sup>1</sup> Citado em JENNIFER HILL, CHARLES M. YABLON, *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*;

<sup>2</sup> Indicada como uma das causas da crise financeira pelo relatório oficial norte-americano, *Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States – THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT* (2011); Os planos de *stock options* representavam elevadas percentagens na remuneração dos administradores;

<sup>3</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre o colapso *Enron* e outros, *see* COFFEE, JOHN “What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s”; MILLER, “Catastrophic Financial Failures: Enron and More”; HILL, “Regulatory Responses to Global Corporate Scandals”;

assunção de riscos no âmbito de planos de incentivos desajustados e de ganhos no curto prazo<sup>4</sup>.

Neste sentido, assistiu-se a um movimento de procura de mecanismos para alinhar interesses entre accionistas e administradores, que conduziu à criação de modelos de estruturação e fixação de remunerações cada vez mais sofisticados como solução para evitar a ocorrência de situações de conflito entre estes dois grupos, cuja origem se situa, na maioria das vezes, na separação entre *ownership* e *management*<sup>5</sup>, configurando situações em que os titulares dos órgãos de administração e gestão da sociedade têm demasiado poder na definição do futuro dos negócios da empresa.

Reconhece-se a importância dos sistemas de *corporate governance* no aperfeiçoamento dos mecanismos remuneratórios, enquanto elemento que permite alinhar interesses dentro da sociedade, pelo que o tema tem conhecido grandes desenvolvimentos em literatura estrangeira, no entanto no plano nacional parece-nos que ainda não tem sido estudado de forma suficiente, escasseando trabalhos sobre o mesmo.

Atendendo à actualidade do tema da remuneração de administradores no plano da governação societária e à forte tendência no sentido de procurar um modelo óptimo que minimize a ocorrência de situações de conflito de interesses, que imponha transparência sobre os sistemas adoptados pelas sociedades e que reconheça a importância dos *stakeholders* e do interesse público, decidiu-se, dada a diversidade de temas que poderiam ser abordados dentro da temática da remuneração, desenvolver a questão da perspectiva do regime constante da Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho, e do exercício do direito de os accionistas participarem neste processo, nomeadamente o *say on pay*.

Neste sentido, numa primeira fase começamos por fazer um breve excuroso sobre a situação regulatória internacional, comunitária e nacional relativamente ao tema da remuneração, tentando perceber a aproximação das soluções que têm vindo a ser propostas nos três planos.

---

<sup>4</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM, FSF Principles for Sound Compensation Practices (2009), disponível em [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf);

<sup>5</sup> BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, JESSE, “Executive compensation as an agency problem”, in *Journal of Economic Perspective* (2003), disponível em <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk-Fried.Executive.Compensation.pdf>;

De seguida, aferimos da competência para a fixação da remuneração dos órgãos societários face ao regime previsto, em geral, no Código das Sociedades Comerciais.

Por fim, tratando da obrigatoriedade de apresentação e submissão à aprovação pelos accionistas de uma Declaração sobre Política de Remuneração ao abrigo da Lei n.º 28/2009, propomo-nos fazer uma análise crítica das declarações submetidas no exercício de 2011 à Assembleia Geral pelas Comissões de Remunerações da EDP – Energias de Portugal S.A. e da Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A., respectivamente.

## **Capítulo II. O Conflito de interesses entre administradores e accionistas – problema de agência**

Uma relação de agência constitui-se quando a maximização do interesse de uma parte – o principal – depende da acção de outra parte – o agente. O problema reside em motivar o agente a actuar no exclusivo interesse do principal.<sup>6</sup>

Uma corrente doutrinal reconhece três principais problemas de agência no âmbito das sociedades anónimas.<sup>7</sup> O primeiro relacionado com conflito de interesses entre accionistas e administradores, onde o accionista é o principal e o administrador o agente.

O segundo problema de agência envolvendo conflito entre accionistas majoritários e minoritários, onde os primeiros são agentes, uma vez que são quem detém o controlo da sociedade e os últimos, principais.

A realidade societária na Europa continental reflecte muitas vezes esta relação entre accionistas majoritários e minoritários, uma vez que a estrutura accionista da maioria das sociedades é muito concentrada, caracterizada pela existência de accionistas de controlo e accionistas institucionais que detém consideráveis percentagens de acções das mesmas.<sup>8</sup> Estes accionistas intervêm mais facilmente na gestão da sociedade e têm uma maior influência sobre os órgãos de administração, pelo que se sente muitas vezes um absentismo dos accionistas minoritários relativamente às questões de governo da sociedade. No âmbito destas sociedades, os pacotes remuneratórios podem funcionar como um mecanismo de os

---

<sup>6</sup> REINIER KRAAKMAN/ JOHN ARMOUR/ PAUL DAVIES/ LUCA ENRIQUES/ HENRY HANSMANN/ GÉRARD HERTIG/ KLAUS HOPT/ HIDEKI KANDA/ EDWARD ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, (2009);

<sup>7</sup> JOHN ARMOUR/ HENRY HANSMANN/ REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, (2009);

<sup>8</sup> A propriedade accionista concentrada é caracterizadora da realidade societária portuguesa;

accionistas de controlo exercerem influência sobre os administradores, levando-os a actuar no benefício dos sócios maioritários em detrimento dos minoritários e possibilitando a extracção de *private benefits of control*<sup>9</sup> por parte dos primeiros.

Finalmente, o terceiro problema de agência envolvendo conflito entre a empresa e as partes com quem contrata, como colaboradores, credores e clientes. Nesta relação o problema reside na dificuldade de assegurar que a sociedade, enquanto agente, não actue de forma oportunista aproveitando a eventual posição de dependência da outra parte.

Contudo, no âmbito da presente dissertação a abordagem deste tema terá enfoque apenas no primeiro problema de agência e na relação entre accionistas e administradores.

A separação entre propriedade e controlo é uma característica das sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (doravante abreviadamente designadas por “sociedades cotadas”) que pode levantar problemas no âmbito da teoria da agência.

Na hipótese de os interesses dos accionistas e dos administradores não serem coincidentes, a articulação entre os mesmos é susceptível de originar problemas de *moral hazard*<sup>10</sup>.

Entende-se que há *moral hazard* “quando no decurso de uma relação contratual de carácter duradouro uma das partes, aproveitando uma situação de assimetria informativa em que está em vantagem, não cumpre ou cumpre defeituosamente a sua prestação”<sup>11</sup>, confiando que dificilmente o incumprimento seja detectado.

Quando a obrigação assumida pela parte que se aproveita da assimetria informativa consista na defesa do interesse da contraparte, que lhe foi confiado, estamos perante um problema de agência.

Temos, no âmbito das sociedades anónimas, uma relação de agência entre accionistas e administradores, caracterizada pelo facto de uma parte (gestão) actuar por conta e no interesse de outra (accionistas), proprietária de determinado activo (acções) cujo valor pretende ver maximizado. No entanto, a grande complexidade das decisões a tomar pela gestão (cujo acompanhamento pelos accionistas poderá implicar elevados custos de monitorização), a assimetria informativa subjacente e a dificuldade em estabelecer critérios gerais para

---

<sup>9</sup> Termo técnico utilizado por economistas para reflectir o ganho que advém do exercício de influência na sociedade por parte dos accionistas maioritários em prejuízo dos minoritários;

<sup>10</sup> A expressão “risco moral” é a tradução literal que mais se aproxima do conceito britânico de *moral hazard*;

<sup>11</sup> JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas*, in Câmara, Paulo (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, (2010);

distinguir o que são actos de gestão que maximizam o interesse dos accionistas, daqueles que apenas beneficiam os administradores, são factores que limitam a capacidade de orientar a acção da gestão no interesse dos accionistas, potenciando o conflito de interesses.<sup>12</sup>

Dentro dos conflitos de interesses entre a gestão e os accionistas, tem sido estudada autonomamente a remuneração dos administradores.

Os mecanismos remuneratórios, actualmente cada vez mais complexos e multidimensionais, assumem um papel fundamental no alinhamento de interesses entre administradores e accionistas, integrando implicitamente a negociação entre ambos na definição de uma política de remunerações equilibrada, como instrumento de redução do conflito de interesses.

Neste sentido, a Recomendação II.1.5.1 do Código do Governo das Sociedades, elaborado e aprovado pela CMVM, estabelecendo que “a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade”.<sup>13</sup>

Por outro lado, as estruturas remuneratórias podem também constituir fonte de conflito de interesses entre *management* e *ownership*<sup>14</sup>, e ser parte do problema de agência em si mesmo. O objectivo de atenuar a influência dos administradores no *design* da sua própria remuneração, que impõe problemas de *moral hazard* e distorce os objectivos dos planos de incentivos, aparece associado a elevados custos de transacção, implicados para evitar a celebração de contratos incompletos e cobrir contratualmente todas as contingências.

No entanto, consideramos essencial o desenvolvimento de mecanismos nas empresas que permitam o alinhamento das remunerações com o interesse dos accionistas e que visem minimizar os custos de agência entre o órgão de administração das empresas e os respectivos proprietários do capital. Esses esforços devem ser traduzidos na implementação de regras de governo societário sobre a fixação dos pacotes remuneratórios do órgão de administração, passíveis de efectivo cumprimento e que não potenciem a assunção de riscos excessivos como

---

<sup>12</sup> PEDRO VERGA MATOS, *A Relação entre os Accionistas e os Gestores de Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções*;

<sup>13</sup> Recomendações em matéria remuneratória – *Código do Governo das Sociedades da CMVM, Recomendação II.1.5.1*, (2010), disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacoes/Documents/CodigodeGovernodasSociedadesCMVM2010.pdf>;

<sup>14</sup> BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, JESSE, “*Executive Compensation as an Agency Problem*”, in *Journal Of Economic Perspective* (2003), disponível em <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.bebchuk-fried.executive.compensation.pdf>;

forma de alavancar a componente variável da remuneração, associada a complexos esquemas de incentivos.

### Capítulo III. A Evolução Regulatória em matéria de remuneração

A recente crise financeira potenciou a discussão em volta dos mecanismos de remuneração, particularmente dos órgãos de administração, e veio demonstrar a insuficiência das estruturas de governo societário nesta matéria.

Com o início da denominada era *Enron*<sup>15</sup>, no rescaldo dos escândalos internacionais relacionados com desproporcionais esquemas remuneratórios e de incentivos, temos vindo a assistir a uma forte intervenção legislativa através da realização de diversas reformas, e a um aperfeiçoamento das recomendações em matéria de remuneração a fim de se conseguir uma maior eficácia no alinhamento de interesses entre os accionistas e a gestão das sociedades.

Neste sentido, este capítulo tem como objectivo, embora de uma forma breve, fazer um enquadramento das principais alterações e novidades regulatórias no âmbito das políticas de remuneração a três níveis distintos - internacional, comunitário e nacional.

#### I. Algumas notas no plano regulatório internacional

No plano internacional destacamos os *Princípios de Governo das Sociedades* publicados em 1999 pela OCDE<sup>16</sup>, que serviram de base ao estabelecimento de prioridades no governo das sociedades, com diversos destaques na política de remunerações, e constituíram orientação para diversas iniciativas legislativas e regulatórias nos Estados-Membros da OCDE, bem como nos restantes países.

Publicado pelo ICGN (*International Corporate Governance Network*), o *Statement on Global Corporate Governance Principles*<sup>17</sup>, destaca a necessidade da remuneração dos órgãos sociais estar alinhada com os interesses dos accionistas, bem como o princípio da transparência, propondo que as políticas remuneratórias sejam divulgadas no relatório anual das sociedades.

---

<sup>15</sup> O mediático caso da empresa *Enron* despertou o interesse de accionistas de todo o mundo para a temática da remuneração dos órgãos sociais, exigindo uma maior atenção por parte dos mecanismos de governo societário no alinhamento de interesses entre *management* e *ownership* no âmbito das políticas remuneratórias, de maneira a evitar a existência de planos de incentivos desajustados;

<sup>16</sup> Publicação, actualizada em 2004, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>;

<sup>17</sup> Actualizado em 2004, disponível em [http://www.ecgi.org/codes/documents/icgn\\_principles.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/icgn_principles.pdf);

Dentro do plano regulatório internacional, não podemos deixar de referir o pioneirismo britânico que conta com diversas publicações em matéria de governo societário e recomendações relativamente ao tema da remuneração.

O *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, incluído no Relatório *Cadbury*, publicado em 1992 no Reino Unido, foi um dos primeiros Códigos de Boas Práticas europeu dirigido às sociedades cotadas.

Em 1995 é publicado o Relatório *Greenbury*<sup>18</sup>, ocupando-se das melhores práticas de governo societário relativamente ao tema da remuneração dos administradores, propondo a divulgação das políticas remuneratórias no relatório anual das sociedades.

Pioneiro na avaliação do cumprimento das recomendações propostas pelos dois relatórios referidos anteriormente, o Relatório *Hampel*, publicado em 1998.

No mesmo ano, numa tentativa de compilar e aperfeiçoar o que se vinha a fazer a nível recomendatório, foi publicado o *Combined Code*, que integrava as recomendações do Relatório *Cadbury*, *Greenbury* e *Hampel*, passando a ser o mais recente código de práticas de *Corporate Governance* britânico<sup>19</sup>.

Em 2009, o *Financial Stability Board* (FSB) e a *Financial Services Authority* (FSA), adoptaram os *Principles for Sound Compensation Practices*<sup>20</sup> e o *Reforming Remuneration Practices in Financial Services*<sup>21</sup>, respectivamente. Ambas as publicações com um enfoque central nas questões relacionadas com a remuneração nas instituições financeiras, tendo como objectivo implementar e manter políticas remuneratórias consistentes com um efectivo risco de gestão.

Nos EUA, registaram-se uma série de reformas nas medidas relativas à remuneração, através da aprovação do “*Emergency Economic Stabilization Act*” de 2008, o qual, entre outros aspectos, se focou na remuneração dos administradores das sociedades que tenham recebido

---

<sup>18</sup> Recomendações *Greenbury* disponíveis em <http://cg.org.cn/theory/zlyz/greenbury.pdf>;

<sup>19</sup> Revisão de 2003 disponível em [http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf); Revisto em Junho de 2010, versão actual disponível em [http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate\\_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20June%202010.pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20June%202010.pdf);

<sup>20</sup> Financial Stability Forum, *FSF Principles for Sound Compensation Practices (2009)*, disponível em [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf);

<sup>21</sup> In [http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09\\_15pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09_15pdf);

apoio do Estado, e pelo *The American Recovery and Reinvestment Act of 2009*<sup>2223</sup> que, no mesmo sentido, veio limitar o bónus a pagar aos executivos<sup>24</sup>.

Destacamos a reforma dos direitos dos accionistas com a publicação em 2009 da *Shareholders Bill of Rights*<sup>25</sup>, que procura incrementar o exercício dos poderes dos accionistas, destacando a necessidade dos mesmos se pronunciarem obrigatoriamente sobre a remuneração dos executivos das *public companies*, e ainda limitar a excessiva assunção de riscos na remuneração dos membros dos órgãos de gestão das sociedades. No mesmo sentido, em Julho de 2009, foi aprovado o *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act*, propondo a alteração do *Securities Exchange Act* (SEC) de 1934, por forma a promover um voto anual dos accionistas sobre a compensação dos administradores.

Aprovado em 2010, o *Dodd-Frank Act*, apesar de ser um diploma mais abrangente, comportou reformas significativas no sistema financeiro e consagra medidas relativas à remuneração e ao voto dos accionistas sobre a mesma.

## II. As instituições da União Europeia

A Comissão Europeia aprovou, em 2004 e 2005, duas recomendações relevantes em matéria de remuneração de administradores de sociedades cotadas: Recomendação 2004/913/CE de 14 de Dezembro e Recomendação 2005/162/CE de 15 de Fevereiro.

A Recomendação 2004/913/CE, numa tentativa de estabelecer o regime adequado para a remuneração dos administradores, assenta em quatro principais propostas: sugere a divulgação de informação sobre a política de remunerações das sociedades cotadas e respectiva sujeição à apreciação dos accionistas em Assembleia Geral; recomenda ainda a

---

<sup>22</sup> “ *The American Recovery and Reinvestment Act of 2009* (February 2009) aims significantly rewrite the original executive compensation and corporate governance provisions of Section 111 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 and will apply to all institutions that have received or will receive financial assistance under the Troubled Asset Relief Program (TARP).”, in FERRARINI, GUIDO / MOLONEY NIAMH/ UNGUREANU, MARIA CRISTINA, *Understanding Director’s Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*;

<sup>23</sup> Destacamos ainda o *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002* (*Sarbanes-Oxley Act*), lei norte-americana que surge motivada pelos escândalos financeiros (principalmente pelo caso *Enron*) e com o objectivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores, causada pela insegurança associada aos esquemas de governo societário. Visou garantir uma maior transparência na governação das empresas;

<sup>24</sup> HILL, JENNIFER G., *New Trends in the Regulation of Executive Remuneration* – ECGI Law Working Paper n.º142/2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1549429>;

<sup>25</sup> Disponível em <http://law.du.edu/documents/corporate-governance/legislation/bill-text-shareholders-bill-of-rights-act-of-2009.pdf>;

divulgação em termos individuais da remuneração integral dos administradores; e, a aprovação pelos accionistas de todos os modelos de remuneração assentes em acções ou opções sobre acções.<sup>26</sup>

Esta recomendação deve ser considerada em conjunto com a Recomendação 2005/162/CE relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão, que recomenda um equilíbrio entre administradores executivos, membros da comissão executiva, e administradores não executivos, membros do conselho de supervisão, por forma a evitar a ocorrência de situações de conflito de interesses na tomada de decisões<sup>27</sup>. Neste sentido, propõe a criação de comités especializados, como um comité de remunerações, que devem apresentar recomendações destinadas a preparar as decisões a tomar pela gestão. O principal objectivo destes comités deve ser assegurar que as decisões tomadas não envolvam quaisquer conflitos de interesses<sup>28</sup>.

Na sequência da crise financeira de 2007-2009, marcada por práticas que tendiam a recompensar os lucros de curto prazo e a incentivar a gestão a desenvolver actividades demasiado arriscadas que proporcionavam um rendimento elevado a curto prazo, mas que expunham potencialmente as instituições financeiras a maiores perdas a longo prazo, a Comissão Europeia aprovou em 2009 duas Recomendações, a Recomendação 2009/384/CE relativa às políticas de remuneração no sector financeiro e a Recomendação 2009/385/CE relativa à remuneração dos dirigentes das sociedades cotadas, ambas a recomendar que a política remuneratória promova uma assunção de risco ponderado e não excessivo.

---

<sup>26</sup> “Deve ser fornecida aos accionistas uma visão geral, clara e completa da política de remuneração da sociedade. Esta informação permitirá que os accionistas avaliem a filosofia de uma sociedade em matéria de remunerações e reforçará a sua responsabilização perante os accionistas.”, *in* preâmbulo da Recomendação 2004/193/CE (“*remuneration policy disclosure*”);

<sup>27</sup> Recomenda que a comissão de remunerações deva ser composta exclusivamente por administradores não executivos e que a maioria dos mesmos seja independente – *os designados administradores independentes* - entendendo-se que, “um administrador é independente se não tem quaisquer relações comerciais, familiares ou outras - com a sociedade, o accionista que detém o controlo ou com os órgãos de direcção de qualquer um deles – que possam originar um conflito de interesses susceptível de prejudicar a sua capacidade de apreciação”, *in* Recomendação 13.1;

<sup>28</sup> “Os reflexos que estas duas recomendações produziram nas sociedades cotadas portuguesas acomodaram-se em torno das disposições normativas estabelecidas no CSC e das recomendações sobre o governo das sociedades cotadas produzidas pela CMVM, as quais, primeiro por força de regulamento (Reg. Da CMVM n.º1/2007) e depois por força de lei (Artigo 245.º-A CVM), são objecto de uma declaração de cumprimento, de acordo com o modelo *comply or explain*.”, *in* JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas*, *in* CÂMARA, PAULO (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, (2010);

Em complemento das Recomendações de 2004 e 2005, a Recomendação 2009/385/CE reforça a importância da divulgação de informação relativa à remuneração dos administradores de sociedades cotadas.

Numa tentativa de concretização de princípios já previstos na Recomendação de 2004, e tendo como objectivo a prevenção de conflito de interesses, a Recomendação 2009/384/CE, dirigida especificamente à remuneração de entidades do sector financeiro, reforça as regras relativas ao processo de adopção e implementação da política remuneratória e controlo do mesmo. Recomenda que um especialista na área integre o comité de remunerações e que os membros desta comissão estejam presentes na Assembleia Geral para discussão da declaração sobre remunerações, de forma a prestarem esclarecimentos aos accionistas<sup>29</sup>. Neste sentido, é pela primeira vez abordado o papel dos consultores no processo de fixação da remuneração dos administradores, caracterizados pela independência necessária à prevenção de situações de conflito de interesses nesta matéria.

A Comissão Europeia prevê uma certa flexibilidade na adopção por parte dos Estados-Membros das boas práticas recomendadas. O cumprimento baseia-se numa abordagem do tipo *comply or explain*<sup>30</sup>, ou seja, as sociedades são convidadas a divulgarem se cumprem ou não as recomendações, justificando os desvios mais significativos de não-cumprimento.<sup>31</sup>

Também em 2009, o Comité de Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS) publicou os *High-level Principles on Remuneration Policies*<sup>32</sup>, de acordo com os quais as entidades devem adoptar uma política remuneratória que esteja em linha com a estratégia do negócio, não devendo encorajar a excessiva assunção de risco e promover a transparência e a divulgação da política remuneratória, aprovada por uma Comissão de Remunerações independente que reporte ao órgão de supervisão.

---

<sup>29</sup> No mesmo sentido a recomendação II.1.5.3 do Código de Governo das Sociedades da CMVM;

<sup>30</sup> O *Statement from the European Corporate Governance Forum on the principle of “comply or explain”*, a clarificar em que consiste esta obrigação de cumprir ou justificar-se; disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf);

<sup>31</sup> “Esta abordagem permite que as sociedades se adaptem aos imperativos próprios da sua actividade ou do seu sector e que os mercados apreciem as explicações e justificações fornecidas”, in preâmbulo da recomendação 2005/162/CE;

<sup>32</sup> Disponível em <http://www.c-ebs.org/getdoc/34beb2eo-bdff-4b8e-979a-511a482a7ba/High-level-principles-for-remuneration-policies.aspx>;

Em 2010 e 2011, a Comissão publicou o *Green Paper* sobre *Corporate Governance* nas instituições financeiras e política remuneratória, e o *Green Paper* sobre o governo das sociedades cotadas, respectivamente.

### III. O ordenamento jurídico português

No ordenamento português o desenvolvimento da temática do governo das sociedades e da remuneração dos membros dos órgãos sociais deve-se, essencialmente, às disposições regulamentares e recomendatórias da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).<sup>33</sup>

Em 2010, é publicado o Código de Governo das Sociedades da CMVM<sup>34</sup> dirigido às sociedades cotadas. Este código contém um importante bloco de recomendações relativas à remuneração que visam, essencialmente, minimizar os custos de agência na relação entre administradores e accionistas. Neste sentido, quase todas as recomendações sugerem, de uma forma geral, que a remuneração dos membros do órgão de administração deva basear-se na avaliação do desempenho a médio/longo prazo (*pay for performance*), por forma a permitir o alinhamento dos interesses dos mesmos com os da sociedade, e a desincentivar a excessiva assunção de riscos.

Deste grupo de recomendações referentes à remuneração, destacamos a recomendação n.º II.1.5.1 (*remuneração de administradores – alinhamento das remunerações com o interesse dos accionistas*), de acordo com a qual: i) a remuneração dos administradores executivos deve integrar uma componente variável cuja determinação dependa de uma avaliação de desempenho, realizada pelos órgãos competentes da sociedade, de acordo com critérios mensuráveis pré-determinados, que considere o real crescimento da empresa e a riqueza efectivamente criada para os accionistas, a sua sustentabilidade a longo prazo e os riscos assumidos, bem como o cumprimento das regras aplicáveis à actividade da empresa; ii) a componente variável deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes; iii) uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o seu pagamento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da

<sup>33</sup> Consideramos que a intervenção da CMVM no governo das sociedades, nomeadamente na temática da remuneração, constitui a face mais visível do tratamento destas questões na ordem jurídica portuguesa;

<sup>34</sup> Disponível em, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/CodigodeGovernodasSociedadesCMVM2010.pdf>;

sociedade ao longo desse período; iv) os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade; v) até ao termo do seu mandato, devem os administradores executivos manter as acções da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, com excepção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas acções; vi) quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos; vii) devem ser estabelecidos os instrumentos jurídicos adequados para que a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não seja paga se a destituição ou cessação por acordo é devida a desadequado desempenho do administrador; relativamente à remuneração dos administradores não executivos esta viii) não deverá incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade.<sup>35</sup>

No plano recomendatório sugere-se ainda que deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários [Código de Governo das Sociedades da CMVM n.º II.1.5.4. (2010)].

---

<sup>35</sup> Tendo na sua génese as recomendações da CMVM, a Lei 3-B/2010, de 28 de Abril (Lei do Orçamento do Estado para 2010), introduziu na alínea b) do n.º 3 do Artigo 88.º do Código do IRC, uma taxa de tributação autónoma de IRC de 35% sobre os gastos relativos a bónus e outras remunerações variáveis pagas a gestores, administradores ou gerentes. Em concreto, aquela norma dispõe que se encontram sujeitos a tributação autónoma à taxa de 35%, “os gastos ou encargos relativos a bónus e outras remunerações variáveis pagas a gestores, administradores ou gerentes quando estas representem uma parcela superior a 25% da remuneração anual e possuam valor superior a 27 500 euros, salvo se o seu pagamento estiver subordinado ao diferimento de uma parte não inferior a 50% por um período mínimo de três anos e condicionado ao desempenho positivo da sociedade ao longo desse período”.

No ponto 1.4.1.8 do Relatório do OE para 2010 refere-se que a fixação desta taxa de tributação autónoma se encontra em linha com “as orientações mais recentes da CMVM quanto às sociedades cotadas”, enquadrando-se num “conjunto de medidas que o Governo entende essenciais a uma distribuição mais justa dos encargos tributários e a uma moralização progressiva das políticas remuneratórias das empresas”. Acrescenta-se, ainda, que “essas medidas mostram-se especialmente justificadas no tocante ao sector financeiro, pelo papel que teve na criação do risco sistémico subjacente à actual crise económica, assim como no tocante a outros sectores, que foram beneficiários directos dos apoios públicos entretanto concedidos”.

Em causa estavam remunerações variáveis dos órgãos sociais, que não se encontravam alinhadas com os resultados obtidos pelas instituições financeiras e não dependiam de uma efectiva avaliação do desempenho dos seus beneficiários, pelo que não cumpriam os requisitos impostos pela CMVM de se integrarem na “estratégia a longo prazo da empresa”.

Neste sentido, a norma em apreço reflecte as recomendações da CMVM e pretende penalizar aquelas situações em que os montantes pagos aos administradores não são directamente proporcionais aos resultados obtidos pelas sociedades por si geridas.

Conforme referido no Relatório do OE para 2010, o regime estabelecido está “em linha do que está a ser feito no Reino Unido e em França”.

De forma a promover a transparência e a divulgação de informação perante os accionistas, recomenda-se que pelo menos um representante da comissão de remunerações esteja presente nas Assembleias Gerais [recomendação n.º II.1.5.6. do Código de Governo das Sociedades da CMVM].

A recomendação n.º II.5.2. (*membros independentes nas comissões de remunerações*), relativa à composição da Comissão de Remunerações, recomenda que os membros desta devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matéria de política de remuneração.

Ainda no âmbito da actuação da CMVM em matéria de remuneração, de referir o Regulamento n.º 1/2010<sup>36</sup> que, com o objectivo de assegurar a transparência nos mercados, reconhece como fundamental a divulgação de informação sobre a estrutura e as práticas de governo societário, estabelecendo a informação a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos sociais das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.<sup>37</sup>

No plano normativo, na sequência da publicação pela Comissão Europeia das Recomendações de 2009, é aprovada a Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho<sup>38</sup>.

Esta lei veio estabelecer o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das entidades de interesse público, definidas no artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 225/2008 de 20 de Novembro, bem como o respectivo regime sancionatório. A Lei n.º 28/2009 estabelece três deveres fundamentais no âmbito da temática da remuneração: i) impõe a aprovação de uma Declaração sobre Política de Remuneração, a ser submetida à Assembleia Geral de accionistas; ii) a sua divulgação nos documentos anuais de prestação de contas; e, iii) a divulgação da remuneração auferida pelos membros dos órgãos sociais em termos agregados e individuais. A referida lei será objecto de maior desenvolvimento ao longo dos próximos capítulos deste trabalho.

---

<sup>36</sup> Disponível em, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Boletim/Boletim%20Online%202011/Documents/Regulamentos.pdf>;

<sup>37</sup> Na sequência da Lei n.º 28/2009;

<sup>38</sup> Procede à revisão do regime sancionatório para o sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional e estabelece o regime de aprovação e divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das entidades de interesse público;

No plano nacional, acrescem à Lei n.º 28/2009 outros diplomas como o Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2010, que estabelece para as instituições de crédito e sociedades financeiras requisitos de informação adicional a incluir na Declaração sobre Política de Remuneração, e a Carta Circular do Banco de Portugal n.º2/2010/DSB de 1 de Fevereiro, a qual recomenda que as instituições adoptem políticas de remuneração em conformidade com o princípio da consistência entre a política de remuneração e uma gestão e controlo dos riscos eficaz, com o princípio da adequação entre a política de remuneração e a dimensão, natureza e complexidade da actividade desenvolvida e com o princípio da clareza, transparência e adequação da estrutura das instituições relativamente à definição, implementação e monitorização da política remuneratória.

Refira-se ainda, a Norma Regulamentar n.º5/2010-R de 1 de Abril e a Circular n.º6/2010 do Instituto de Seguros de Portugal, que estabelecem, respectivamente, regras sobre a divulgação de informação relativa à política de remuneração das empresas de seguros ou de resseguros e das sociedades gestoras de fundos de pensões sujeitas à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal, e recomendam que as instituições supervisionadas adoptem políticas de remuneração em conformidade com os princípios definidos por aquele diploma, que devem ser acolhidos numa base *comply or explain*.

#### **Capítulo IV. Competência para a fixação de remuneração dos membros dos órgãos societários**

O regime relativo à fixação da remuneração dos administradores das sociedades anónimas encontra-se, de forma geral, previsto no Código das Sociedades Comerciais.

Atendendo à pluralidade de modelos de governo societário existentes<sup>39</sup>, a ordem jurídica portuguesa prevê diferentes soluções quanto ao processo de fixação de remuneração dos órgãos sociais.

Relativamente às sociedades que combinam conselho de administração e conselho fiscal (modelo clássico de governo), dispõe o Artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais que compete à Assembleia Geral de accionistas ou a uma comissão por aquela nomeada<sup>40</sup>, fixar a remuneração dos administradores tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade (n.º1). A remuneração pode ser certa ou consistir

<sup>39</sup> Os modelos de governo das sociedades anónimas são objecto de tratamento desenvolvido em PAULO CÂMARA, “Os Modelos de Governo das Sociedades Anónimas” *in* A Reforma do Código das Sociedades Comerciais (2007);

<sup>40</sup> Gozando de legitimidade societária reforçada por ser designada pela Assembleia-Geral;

parcialmente numa percentagem dos lucros do exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade (n.º2). Contudo, a percentagem referida não poderá incidir sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos accionistas (n.º3).

Este modelo, ao pressupor a atribuição desta competência à Assembleia Geral ou comissão por esta nomeada, caracteriza-se por afastar os administradores do processo de fixação da própria remuneração, uma vez que assenta na distinção entre a competência para gestão e a competência para a definição de remuneração.<sup>41</sup> No entanto, no mesmo sentido da apreciação adiantada por Paulo Câmara, entendemos que, ao afastar os administradores do processo de fixação remuneratória, este modelo assegura um maior grau de independência e imparcialidade nestas matérias. Por outro lado, abre portas à intervenção de titulares de outros órgãos sociais ou investidores institucionais na determinação da remuneração dos administradores, o que pode implicar uma menor preparação técnica do órgão competente.

Compete ainda à Assembleia Geral ou comissão por esta delegada fixar a remuneração dos membros do conselho fiscal, da comissão de auditoria e do conselho geral e de supervisão, de acordo com os artigos 422.º-A n.º 2, 423.º-D e 440.º do Código das Sociedades Comerciais.

Por sua vez, nas sociedades caracterizadas por um modelo de governo dualista, que combina a existência de um conselho de administração executivo e de um conselho geral e de supervisão, a remuneração dos membros do conselho de administração executivo é fixada pelo conselho geral e de supervisão, por comissão delegada do mesmo ou, caso o contrato de sociedade assim o determine, pela Assembleia Geral ou comissão por ela nomeada (Artigo 429.º do Código das Sociedades Comerciais).

Contudo, atendendo à recente tendência europeia para a organização de comissões no interior do conselho de administração, o modelo europeu mais comum passa pela atribuição destas competências a uma comissão nomeada pelo órgão de administração (*remuneration committees*).<sup>42</sup> Ao comité de remunerações compete apresentar propostas relativas à política de remuneração dos administradores executivos e à fixação da sua remuneração em concreto, bem como auxiliar o conselho de administração na implementação e controlo deste processo.

---

<sup>41</sup> Neste sentido, PAULO CÂMARA in “Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral”, Revista de Concorrência e Regulação (2010);

<sup>42</sup> Para um estudo mais desenvolvido acerca da comissão de remunerações, PAULO CÂMARA in “A Comissão de Remunerações”, em colaboração com a Revista de Direito das Sociedades e o Governance Lab (2011);

Os membros destes *comités* devem ser maioritariamente ou exclusivamente independentes, configurando comissões constituídas por administradores não executivos.

A nomeação dos membros destes *comités* de remuneração pelo conselho de administração pode levantar questões relativamente à imparcialidade que se exige destas comissões, pelo que a tendência actual vai no sentido de reforçar a independência dos administradores não executivos e criar uma maior responsabilização dos mesmos perante os interesses dos accionistas, sob pena de esta solução não permitir alcançar o objectivo final, que será sempre evitar o conflito de interesses subjacente à temática da remuneração dos administradores executivos. Neste sentido, o Código de Governo das Sociedades da CMVM recomenda que o processo de selecção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos, de maneira a assegurar uma verdadeira independência das comissões de remuneração (ponto II.1.3.2.).

Por outro lado, alguma doutrina defende que os membros destas comissões não só devem ser nomeados pelo conselho de administração, como é fundamental que tenham uma ligação com a administração das sociedades para poderem apreciar correctamente o desempenho de cada um dos administradores executivos.<sup>43</sup>

Em nossa opinião, o processo de fixação de remuneração deve, efectivamente, reflectir um mecanismo que permita resolver ou evitar o problema de agência entre administradores e accionistas, pelo que este modelo, podendo pôr em causa a independência destes administradores não executivos perante o órgão de administração, não configura a melhor solução para o alinhamento da remuneração dos administradores executivos com o interesse da sociedade. Um modelo óptimo, entre outros requisitos, deve caracterizar-se por afastar os administradores executivos da fixação da sua própria remuneração, pelo que os membros das comissões de remuneração deverão ser independentes relativamente ao órgão de administração. Neste sentido, o ponto II.5.2. do Código de Governo das Sociedades da CMVM, que recomenda que os membros da comissão de remunerações devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matéria de política de remuneração.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Neste sentido, o Relatório de *Greenbury*;

<sup>44</sup> “A recomendação que preconiza a independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração, incluindo pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração, é seguida por 75% das empresas do PSI 20. Esta proporção cai para 62,5% no caso das restantes empresas.”, in Relatório Católica Lisbon/AEM sobre Governo Societário (Dezembro 2011);

Face aos problemas associados ao modelo europeu apresentado, consideramos mais vantajoso o modelo alternativo que vigora em Portugal. Rege o Código das Sociedades Comerciais que a remuneração dos administradores é fixada por deliberação dos accionistas ou por comissão por eles nomeada (Artigo 399.º Código das Sociedades Comerciais), pelo que face ao regime que vigora na ordem jurídica portuguesa não se justifica a criação de comissões de remuneração no âmbito do conselho de administração.

Ainda, tendo em conta o contributo da Recomendação 2005/162/CE da Comissão Europeia relativamente ao crescente relevo do papel dos administradores não executivos em matérias que envolvem conflito de interesses, consideramos fundamental equacionar a fixação de remuneração dos membros do órgão de administração através de administradores não executivos e independentes, ainda que não reunidos formalmente em comissões.

Na Recomendação da Comissão Europeia define-se que um administrador deve ser considerado independente se não tem quaisquer relações comerciais, familiares ou outras com a sociedade, o accionista que detém o controlo ou com os órgãos de direcção de qualquer um deles, que possam originar um conflito de interesses susceptível de prejudicar a sua capacidade de apreciação (ponto 13.1.).

O Anexo II da Recomendação traça o perfil de um administrador não executivo independente:

- a) o administrador não executivo não deve ser administrador executivo nem membro da comissão executiva da sociedade ou de sociedade coligada, nem ter exercido esse cargo nos últimos cinco anos;
- b) não deve, em regra, ser empregado da sociedade nos três últimos anos;
- c) não deve receber nem ter recebido, além da remuneração enquanto administrador não executivo, remuneração suplementar significativa da sociedade ou de sociedade coligada;
- d) não deve ser nem representar de qualquer forma accionistas com participação de controlo;
- e) não deve ter nem ter tido durante o último ano uma relação negocial significativa com a sociedade ou sociedade coligada, quer directamente quer como sócio, administrador ou quadro superior de entidade parte em tal relação;
- f) não deve ser nem ter sido nos últimos três anos sócio ou empregado do auditor externo, actual ou antigo, da sociedade ou de sociedade coligada;
- g) não deve ser administrador executivo de outra sociedade em que é não executivo um administrador executivo da primeira sociedade, nem deve ter outras relações significativas com executivos desta sociedade devido às funções exercidas noutras sociedades ou entidades;
- h) não deve ter sido administrador não executivo da sociedade durante mais de três mandatos;

e, i) não deve ser familiar próximo de administrador executivo da sociedade, nem de pessoas nas situações referidas nas alíneas a) a h).

De acordo com alguma doutrina, os administradores não executivos independentes conseguem combinar uma tripla função no âmbito do governo das sociedades, são aptos a agilizar a gestão societária, libertando os administradores executivos para o *management* diário, possuem *know-how* em temas mais complexos que reclamam a intervenção de especialistas e conseguem resolver mais facilmente assuntos que apresentem risco de ocorrência de conflito de interesses.<sup>45</sup> Atendendo a esta tripla função, consideramos que o modelo de fixação de remuneração de administradores através de administradores não executivos pode oferecer o grau de independência e a competência técnica exigida neste processo, e assim consagrar uma solução eficaz relativamente ao problema de agência, inevitavelmente, associado à questão da remuneração.

A constituição de comissões de remuneração, compostas por administradores não executivos e independentes com competências na definição da política de remuneração dos administradores executivos e na fixação da sua remuneração em concreto, tem sido a medida de organização institucional mais recomendada ou exigida no quadro dos actuais modelos regulatórios do governo das sociedades.<sup>46</sup> No sentido das recomendações em matéria de independência dos membros da comissão de remuneração, de referir a reforma do Código das Sociedades Comerciais de 2006 que passou a admitir que a comissão de remuneração seja composta por não sócios.

Perante o quadro actual relativo à questão de aferir qual o órgão social competente em matéria de fixação de remuneração de administradores, têm sido identificados por alguns autores<sup>47</sup> quatro principais modelos consoante tal competência assente em: i) administradores independentes não reunidos formalmente em comissão; ii) comissões delegadas do conselho

---

<sup>45</sup> PAULO CÂMARA, *in* “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral;

<sup>46</sup> JOÃO GIÃO, Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas, *in* PAULO CÂMARA, Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro (2010);

<sup>47</sup> PAULO CÂMARA *in* Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Retrato Anatómico e A Remuneração dos Administradores das Sociedades; no mesmo sentido JORGE CARITA SIMÃO, *in* A Remuneração dos Administradores das Sociedades e as Suas Implicações no Contexto da Crise Financeira Mundial;

de administração; iii) comissões delegadas do órgão de fiscalização ou no próprio órgão de fiscalização; iv) comissões delegadas da Assembleia Geral ou na própria Assembleia Geral.

Por fim, de referir que o quadro legislativo que define a competência para a fixação de remuneração de administradores é imperativo, ou seja, não pode ser afastado por cláusula estatutária ou deliberação social. Não sendo lícita a fixação de remunerações por outras vias, a deliberação da Assembleia Geral ou do órgão de administração que contrarie a distribuição legal de competências em matéria de remuneração resulta viciada em nulidade (Artigo 56.º, n.º1 d) e 411.º, n.º1 c) do Código das Sociedades Comerciais).<sup>48</sup>

### **Capítulo V. Dever de apresentação à Assembleia Geral de uma Declaração sobre Política de Remuneração: o *say on pay***

*“A designação say on pay cobre genericamente todas as normas jurídicas que permitam, promovam ou obriguem a política de remunerações societária, ou uma declaração a esta relativa, a ser submetida a um voto expresso em Assembleia Geral, com uma periodicidade pré-determinada, em regra anual”.*<sup>49</sup>

Esta recente tendência teve início no Reino Unido, pela reforma de 2002, através da estatuição obrigatória do voto accionista sobre o *Directors Report on Remuneration (DRR)*<sup>50</sup>, enquanto mecanismo para assegurar a transparência (*disclosure*) exigida no âmbito da proposta *Compensation Discussion and Analysis (CD&A)*.<sup>5152</sup>

---

<sup>48</sup> Neste sentido: PAULO CÂMARA, in “A Comissão de Remunerações”, colaboração estabelecida entre a Revista de Direito das Sociedades e o Governance Lab; e COUTINHO DE ABREU, in “Governança das Sociedades Comerciais” (2010), cit. pag.84;

<sup>49</sup> PAULO CÂMARA, in *Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*;

<sup>50</sup> “The DRR regime consisted in two elements: 1) extensive mandatory disclosure of executive compensation particulars, including the board’s reasoning process in the award of compensation; and 2) the shareholder advisory vote.”, in GORDON, JEFFREY N., “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009);

<sup>51</sup> “The UK legislation did two things. First, it expanded disclosure of executive compensation beyond summary footnote disclosure to an extensive Directors Remuneration Report. Second, it required an advisory shareholder vote on the Report. The report must provide particularized disclosure, for each senior executive, of the various sources of compensation as well as an explanatory statement of the company’s compensation policy (including the company’s comparative performance) [...]”, in GORDON, JEFFREY N., “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009);

<sup>52</sup> O regime inglês colocou a tónica na transparência (*disclosure*). É neste sentido que, defendendo uma política de total transparência, atribui aos accionistas um poder de pronúncia sobre a política de remuneração;

De acordo com o sistema adoptado no Reino Unido, o voto dos accionistas, que é meramente consultivo, funciona como um voto de confiança relativamente ao trabalho desenvolvido pelas comissões de remuneração (*advisory shareholder vote*), pelo que se conclui que uma eventual rejeição da política de remunerações apresentada por esta comissão não leva a que esta tenha que ser obrigatoriamente alterada, pelo contrário, entende-se que a “renegociação” da política proposta deve ser voluntária, uma vez que não se extrai qualquer efeito vinculativo do sentido do voto accionista. O voto negativo representa um voto de não confiança na política remuneratória e na própria comissão de remunerações.

Contudo, em termos de efeitos directos do *say on pay* no governo das sociedades britânicas, este mecanismo não impediu que o *quantum* remuneratório dos administradores continuasse a aumentar, sendo raras as oposições às políticas de remunerações submetidas à apreciação da Assembleia Geral.<sup>5354</sup>

A adopção do regime do *Directors Remuneration Report* em Inglaterra produziu claros efeitos no sistema norte-americano. De acordo com as regras impostas pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, os planos de atribuição de acções ou opções sobre acções passaram a ser obrigatoriamente aprovados pelos accionistas. De referir também, a reforma dos direitos dos accionistas de 2009, que procura incrementar a participação dos mesmos nas decisões em matéria de remuneração, passando a ser obrigatório o seu voto consultivo, numa base anual, sobre a remuneração dos executivos das *public companies* e das sociedades que tenham recebido apoio do Estado.<sup>55</sup>

Em Portugal, a Lei n.º 28/2009, que além de proceder à revisão do regime sancionatório para o sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional, estabelece o regime de aprovação e divulgação da política de remunerações dos membros dos órgãos de

---

<sup>53</sup> In GORDON, JEFFREY N., “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009), disponível em <http://www.harvardjoi.com/wp-content/uploads/2009/09/323-368.pdf>;

<sup>54</sup> “Contemporary market participants, though they appreciated the improved disclosure, seemed to think that the new advisory vote was a more significant change than the improved disclosure. This was shown by a 2004 Deloitte survey of leading institutional investors on the impact of the new DRR regime, [...] which report that seventy percent of the institutional respondents regarded the shareholder vote as having “very significant impact”, whereas only twenty-six percent regarded the detailed disclosure of compensation particulars as having comparable significance, even though nearly ninety percent regarded the remuneration report as providing better understanding of compensation.”, in GORDON, JEFFREY N., “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009);

<sup>55</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre a experiência Norte-Americana, GORDON, JEFFREY N., “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009), disponível em <http://www.harvardjoi.com/wp-content/uploads/2009/09/323-368.pdf>;

administração e de fiscalização das sociedades anónimas<sup>56</sup>, é a face mais visível do *say on pay* em Portugal.

A Lei n.º 28/2009 veio estabelecer um dever de apresentação à Assembleia Geral de uma Declaração sobre Política de Remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das entidades de interesse público.<sup>57</sup>

Nos termos do DL n.º 225/2008 e da Lei n.º 28/2009, estão sujeitas ao regime de obrigações estabelecido pelo último diploma, as seguintes entidades de interesse público:

- os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado;
- as instituições de crédito que estejam obrigadas à revisão legal de contas;
- os fundos de investimento mobiliário e imobiliário;
- as sociedades de capital de risco e os fundos de capital de risco;
- as sociedades de titularização de créditos e os fundos de titularização de créditos;
- as empresas de seguros e de resseguros;
- as sociedades gestoras de participações sociais, quando as participações detidas, directa ou indirectamente, lhes confirmam a maioria dos direitos de voto nas instituições de crédito obrigadas à revisão legal de contas;
- as sociedades gestoras de participações sociais no sector dos seguros e as sociedades gestoras de participações mistas de seguros;
- os fundos de pensões;
- as empresas públicas que, durante dois anos consecutivos, apresentem um volume de negócios superior a €50.000.000, ou activo líquido total superior a €30.000.000;
- as sociedades financeiras e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões (Artigo 2.º, n.º 2 da Lei n.º 28/2009).

No âmbito do regime prescrito pela Lei n.º 28/2009, o órgão de administração ou a comissão de vencimentos, caso exista, das entidades de interesse público, passa a ter a obrigação de, anualmente, preparar e submeter a aprovação pela Assembleia Geral uma Declaração sobre

---

<sup>56</sup> Com uma posição crítica relativamente à “arrumação” dada pelo legislador português deste tema num diploma sobre disciplina sancionatória financeira, PAULO CÂMARA *in* “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral, *Revista de Concorrência e Regulação* (2010);

<sup>57</sup> Categoria delimitada pelo DL n.º 225/2008 de 20 de Novembro;

Política de Remuneração dos membros dos respectivos órgãos de administração e fiscalização.

A declaração a submeter à Assembleia Geral deve conter informação relativa: i) aos mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade (al.a)); ii) aos critérios de definição da componente variável da remuneração (al.b)); iii) à existência de planos de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização (al.c)); iv) à possibilidade de o pagamento da componente variável da remuneração, se existir, ter lugar, no todo ou em parte, após o apuramento das contas dos exercícios correspondentes a todo o mandato (al.d)); e, v) aos mecanismos de limitação da remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante do desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando esta seja expectável no exercício em curso (al.e)) (Artigo 2.º, n.º 3 da Lei n.º 28/2009).

A Declaração sobre Política de Remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, aprovada pela Assembleia Geral, deve ser divulgada nos documentos anuais de prestação de contas (Artigo 3.º da Lei n.º 28/2009).

A Lei n.º 28/2009 determina ainda que todas as entidades de interesse público devem divulgar o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos órgãos de administração e fiscalização, de forma agregada e individual. De acordo com João Sousa Gíão<sup>58</sup>, constitui uma grande novidade no cenário legal português uma vez que “[...] em bom rigor, como se pode avaliar a relação desempenho/remuneração de um administrador, sem conhecer a sua remuneração individual? Ou, como pode haver real comparabilidade da situação dos administradores sem conhecimento da sua remuneração individual?”.

As obrigações estabelecidas por esta lei são reforçadas por um sistema contra-ordenacional que é fixado no seu Artigo 4.º, pelo que a sua violação desencadeará as consequências previstas pelos diplomas aplicáveis a cada uma das entidades públicas, consoante a natureza sectorial de cada sociedade.

Da leitura do n.º3 do artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, podemos concluir que a Declaração sobre Política de Remuneração se limita a enunciar os objectivos da política remuneratória em si, e

---

<sup>58</sup> “Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas”, in PAULO CÂMARA (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro* (2010);

a descrever a sua estrutura com referência aos aspectos referidos nas diversas alíneas do mesmo artigo e descritas *supra*.

Neste sentido, cumpre referir que a lei consagra um dever de apresentação de uma declaração sobre política de remuneração e não da política de remuneração propriamente dita, o que permite que elementos confidenciais que constem da política de remuneração possam não fazer parte da declaração que deverá ser divulgada e submetida à apreciação da assembleia de accionistas.

No âmbito da Lei n.º 28/2009 distingue-se entre Política de Remuneração e Declaração sobre Política de Remuneração, contudo desta não resulta de forma clara qual a intenção do legislador ao fazer esta separação.<sup>59</sup> Neste campo, não podemos deixar de referir a construção feita por Fátima Gomes<sup>60</sup> relativamente ao contributo da Circular N.º 6/2010 de 1 de Abril do Instituto de Seguros Português (ISP), no entendimento da diferença entre estas duas realidades.

De acordo com a Circular do ISP, considera-se como política de remuneração o “conjunto dos princípios e dos procedimentos destinados a fixar os critérios, a periodicidade e os responsáveis pela avaliação do desempenho dos colaboradores de uma instituição, bem como a forma, a estrutura e as condições de pagamento da remuneração devida a esses colaboradores, incluindo a decorrente do processo de avaliação de desempenho”.

“Esta circular ajuda o intérprete a perceber claramente a diferença entre estas duas realidades. Assim, ao afirmar que a declaração sobre política de remuneração é submetida à aprovação da assembleia de accionistas, a Circular do ISP deixa claro que a política em causa será anteriormente aprovada. Ora essa aprovação prévia será da competência da Comissão de Remunerações ou da Assembleia Geral, tratando-se de remuneração dos membros dos órgãos de administração/fiscalização, ou do órgão de administração, tratando-se de outros colaboradores da sociedade visada. Mas já a aprovação da declaração sobre a política será sempre e só de aprovar (ou não) pelos accionistas”.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Sobre esta problemática, PAULO CÂMARA *in* “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral, *Revista de Concorrência e Regulação* (2010);

<sup>60</sup> FÁTIMA GOMES, Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular, *in* I Congresso Direito das Sociedades em Revista (2011);

<sup>61</sup> Neste sentido, Fátima Gomes *in* A Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular (2011);

O regime aprovado em Portugal no acolhimento da Recomendação Comunitária n.º 2004/913/CE foi mais longe do que o que era recomendado, já que a Recomendação admitia que os Estados-Membros estipulassem a emissão de votos accionistas apenas quando solicitado por 25% dos votos presentes ou representados em assembleia.<sup>62</sup> Em Portugal, o *say on pay* é concebido como um dever das entidades de interesse público, consagrando a Lei n.º 28/2009 um regime de obrigações neste âmbito.<sup>63</sup>

Contudo, o regime que vigora no Direito Português, ao consagrar um dever de apresentação de uma declaração sobre política de remuneração e não um dever de aprovação da mesma, não sujeita a política de remuneração propriamente dita a uma aprovação necessária pela Assembleia Geral. Neste sentido, podemos concluir previamente que o sistema que vigora entre nós funciona como um mecanismo de troca de informação e de fomento de total transparência dentro da sociedade, não se extraindo nenhum efeito jurídico vinculativo da rejeição da política remuneratória pela assembleia de accionistas.

Mais à frente recupera-se esta perspectiva, nomeadamente a propósito da análise ao fundamento da aprovação da declaração sobre política remuneratória pela Assembleia Geral.

#### I. Competência para apresentação da declaração emitida ao abrigo da Lei n.º 28/2009

A Lei n.º 28/2009 veio alterar o sistema de competências no âmbito da fixação da remuneração dos administradores executivos. Nos termos deste diploma a declaração sobre política de remuneração a ser submetida a aprovação pela assembleia de accionistas, pode ser apresentada pelo órgão de administração *ou* pela comissão de vencimentos (Artigo 2.º, n.º 1, 1.ª parte do referido diploma).

Este diploma consagra uma solução contrária à que decorre do regime previsto no Código das Sociedades Comerciais em matéria remuneratória, que se caracteriza por afastar o órgão de administração da competência deliberativa de fixação da remuneração dos membros dos órgãos sociais.

---

<sup>62</sup> Artigo 4.º, n.º 2 II da Recomendação 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004;

<sup>63</sup> Com uma posição crítica relativamente ao *say on pay* obrigatório GORDON, JEFFREY N., in “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In, Harvard Journal on Legislation (2009);

Nos termos do que rege o Código das Sociedades Comerciais, cabe à Assembleia Geral, ou a comissão por ela delegada, a competência para fixar a remuneração dos administradores executivos no âmbito das sociedades com modelo de governo societário clássico, e ao conselho geral e de supervisão, a comissão por ele nomeada ou à Assembleia Geral ou sua comissão, no caso dos estatutos assim o determinarem, fixar a remuneração dos membros dos órgãos sociais nas sociedades com modelo de governo dualista.<sup>64</sup>

Por sua vez, a Lei n.º 28/2009 vem abrir a possibilidade de, em alternativa à comissão de vencimentos, ser o próprio órgão de administração a preparar e submeter à aprovação da Assembleia Geral a declaração obrigatória sobre política de remuneração. Esta é uma solução passível de críticas uma vez que se apresenta em total dissonância com o estabelecido pelo Artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais, em que o afastamento do órgão de administração relativamente a estas decisões funciona como um mecanismo para evitar situações de parcialidade e de conflito de interesses entre administradores e accionistas.

Neste sentido, Paulo Câmara entende que deve ser levado a cabo um esforço de delimitação do conteúdo da declaração sobre a política de remunerações para que se consiga uma correcta articulação entre esta nova lei e o que é estabelecido no Código das Sociedades Comerciais em relação à competência em matéria de remuneração. Entende o autor que a declaração sobre política de remuneração se confina ao enunciado dos objectivos da política remuneratória em si, não interferindo na concreta fixação da prestação remuneratória, pelo que “se for empregue uma noção rigorosa de política remuneratória, em última análise, pode até o órgão de administração estar bem posicionado para estabelecer os critérios de desempenho mais adequados e idóneos para a fixação ulterior da remuneração variável”. Considera ainda que esta nova disciplina “não garante mas propicia uma sintonia mais afinada entre o *quantum* remuneratório e a avaliação do desempenho”.<sup>65</sup>

Ainda relativamente ao problema da repartição de competências entre a Assembleia Geral/Comissão de Vencimentos e o órgão de gestão, refira-se a interpretação de Fátima Gomes tendo por base a Carta Circular 2/2010/DSB do Banco de Portugal. De acordo com a autora, a Carta Circular do Banco de Portugal “ao tratar da questão da competência para a definição da política de remuneração, em termos semelhantes aos efectuados na Lei n.º 28/2009, vem permitir compreender melhor a alternativa colocada de a política em

<sup>64</sup> Artigos 399.º e 429.º do CSC, respectivamente;

<sup>65</sup> PAULO CÂMARA, in “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral;

causa ser aprovada ou por uma comissão de remunerações, ou, pela assembleia/conselho geral e de supervisão, na medida em que deixa claro que a intervenção do órgão de administração terá sempre de ocorrer quando toque à definição da política de remuneração dos colaboradores da sociedade”.

A nosso ver, a construção levada a cabo por Paulo Câmara apresenta-se, de facto, como a mais correcta à articulação da novidade introduzida pela Lei n.º 28/2009 com o regime estabelecido no Código das Sociedades Comerciais. Contudo, não podemos deixar de notar que este regime, ao permitir a intervenção do órgão de administração em matéria remuneratória, deixa que o conflito de interesses que se pretende evitar através do fomento de uma participação mais activa dos accionistas nestas matérias, permaneça como um problema no âmbito do governo das sociedades. Assim, consideramos que o órgão de administração deve confiar as decisões remuneratórias aos administradores não executivos e fomentar o reforço da independência dos mesmos, o que tem vindo a ser cada vez mais uma tendência e que se apresenta como a melhor solução ao problema de agência que as questões relacionadas com a remuneração, inevitavelmente, potenciam.

Contudo, se a política de remuneração for apresentada pela comissão de vencimentos (alternativa admitida pelo diploma em análise), tal solução vai no mesmo sentido da regra estabelecida pelo Código das Sociedades Comerciais (Artigos 399.º e 429.º), e portanto não levanta quaisquer questões de aplicabilidade.

Por fim, cabe referir que os accionistas, ainda que maioritários, estão impedidos de apresentar individualmente à votação pela Assembleia Geral uma política de remuneração.<sup>66</sup>

## II. Fundamento da aprovação da declaração sobre política de remuneração pela Assembleia Geral

Os mecanismos que têm vindo a ser propostos como solução aos problemas surgidos com a remuneração dos administradores, à qual se imputam responsabilidades na origem da crise

---

<sup>66</sup> Neste sentido PAULO CÂMARA, “A declaração sobre política de remunerações constitui um documento indissociavelmente ligado a uma competência societária específica – a competência para fixar a prestação remuneratória. Além disso, as competências societárias no domínio remuneratório são objecto de normas legalmente típicas, que não comportam extensão por via regulamentar.” *in* “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral;

financeira de 2007-2009, são marcados por uma intervenção transversal ao nível da transparência e da divulgação da remuneração dos membros dos órgãos sociais.

Após os escândalos financeiros associados a esquemas remuneratórios excessivos que marcaram a crise de 2007, os sistemas de *corporate governance* apostaram na divulgação de informação e desenvolveram esforços no sentido de fomentar a total transparência no governo das sociedades como forma de resolução do conflito de interesses entre accionistas e administradores no âmbito da temática da remuneração, e de mitigar os custos de agência associados a este problema. As novas directrizes do *corporate governance*, com impacto também nas condições e montantes das remunerações pós-crise.

No acolhimento das Recomendações da Comissão Europeia, no que concerne à divulgação de informação relativa à remuneração dos administradores das sociedades cotadas, sentiram-se em Portugal desenvolvimentos recomendatórios e legislativos no mesmo sentido. Refiram-se as obrigações estabelecidas pelo Regulamento 1/2010 da CMVM, bem como pela Lei n.º 28/2009 no que respeita à divulgação de informação relativa à remuneração de administradores, como um acolhimento normativo do que já vinha sendo recomendado. É obrigação das sociedades abrangidas por estes diplomas divulgar nos relatórios de contas anuais:

- a declaração sobre política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, bem como o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos órgãos de administração e fiscalização, de forma agregada e individual (Artigo 3.º da Lei n.º 28/2009 e Artigo 3.º do Regulamento 1/2010 da CMVM);
- a remuneração fixa e a remuneração variável e, quanto a esta última, as diferentes componentes que lhe deram origem, a parcela que se encontra diferida e a parcela que já foi paga (Artigo 3.º do Regulamento 1/2010 da CMVM);
- a remuneração recebida em outras empresas do grupo, de forma agregada e individual (Artigo 3.º do Regulamento 1/2010 da CMVM);
- os direitos de pensão adquiridos no exercício em causa (Artigo 3.º do Regulamento 1/2010 da CMVM); bem como,
- as principais características dos planos de atribuição de acções e dos planos de atribuição de opções de aquisição de acções, adoptados ou vigentes no exercício em causa (Anexo I, n.º III.10 do Regulamento 1/2010 da CMVM).

Consideramos fundamental a divulgação transparente e rigorosa da informação relativa à remuneração dos administradores, de maneira a permitir uma apreciação esclarecida e fundamentada, por parte de accionistas e investidores, da política remuneratória seguida pela sociedade. No entanto, a divulgação desta informação só poderá funcionar como um mecanismo de controlo dos pacotes remuneratórios e solução ao conflito de interesses entre accionistas e administradores, se os primeiros se puderem pronunciar sobre a política de remuneração adoptada. Assim, a nosso ver, a total transparência que se pretende alcançar só terá sentido útil se permitir uma avaliação mais rigorosa e esclarecida por parte dos accionistas relativamente à política remuneratória, pelo que concluímos, numa primeira análise, que o *say on pay* terá como principal fundamento tornar obrigatória a troca de informação no seio da sociedade, e alargar a participação dos accionistas às questões relacionadas com a remuneração.

Neste sentido, concordamos com a opinião de Paulo Câmara quando refere que o principal fundamento para o *say on pay* assenta na “promoção de maior controlo pelos accionistas do processo de fixação de remunerações”, podendo desdobrar-se em três finalidades:

i) promoção de troca de informação; ii) legitimação de escolhas quanto à remuneração; e, iii) indução às melhores práticas.<sup>67</sup>

De acordo com o autor, a troca de informação é atingida através da submissão da política de remuneração a uma discussão e aprovação pelos accionistas e o efeito legitimador explica-se pelo “escrutínio que é facultado aos titulares das participações sociais quanto a um aspecto que assume crescente relevo estratégico”. Por fim, a participação dos proprietários do capital na aprovação da declaração sobre política de remuneração pode fomentar a melhoria das práticas remuneratórias, promovendo a adequação entre a remuneração e o desempenho dos administradores através de um maior controlo por parte dos accionistas.

A Lei n.º 28/2009 ao estabelecer um dever de submissão à aprovação pela Assembleia Geral de uma declaração sobre política de remunerações vem alargar a participação dos accionistas a qualquer forma de remuneração, e não apenas à atribuição de acções ou opções sobre acções enquanto prestações remuneratórias.

Em nossa opinião, a deliberação obrigatória sobre esta declaração reflecte, efectivamente, um maior controlo por parte dos accionistas relativamente às decisões em matéria de remuneração

---

<sup>67</sup> PAULO CÂMARA in “Say on Pay”: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral;

de administradores. Concluimos que, num contexto de crise económico-financeira, se sente, de facto, uma participação mais rigorosa por parte dos accionistas nestas matérias, quer pelo impacto económico que elevadas remunerações têm no património das sociedades, quer pela conotação social negativa associada a esquemas excessivos e desproporcionais.

Contudo, neste contexto consideramos fundamental perceber qual será o efeito da não aprovação da declaração sobre política de remunerações para tentar alcançar o fundamento da deliberação da Assembleia Geral.

Da interpretação da Lei n.º 28/2009 e do que têm sido as práticas internacionais, concluimos que o dever de apresentação de uma declaração sobre política de remuneração confere aos accionistas o direito a um voto meramente consultivo, pelo que o resultado da deliberação não estabelece qualquer vinculação directa perante o órgão competente para a apresentação à Assembleia Geral. Neste sentido, o principal efeito da rejeição desta declaração será, a nosso ver, um voto de não confiança na comissão de vencimentos e portanto o *say on pay* revela-se como um mecanismo de fomento de transparência na política remuneratória e de troca de informação entre os órgãos sociais competentes e os accionistas.

O voto negativo dos accionistas não leva a uma obrigatória modificação da política apresentada por parte do órgão competente pela fixação da remuneração de administradores. Pelo contrário, entendemos que a rejeição da política remuneratória deve levar a uma reestruturação voluntária no sentido do que resultar da deliberação dos accionistas com o objectivo último de alinhar os interesses destes com os dos administradores e, portanto, a principal consequência do voto negativo da Assembleia Geral reside neste impacto informal da apreciação feita pelos accionistas, não se podendo retirar qualquer sentido juridicamente decisivo da deliberação da assembleia.<sup>68</sup>

As finalidades alcançadas pelo *say on pay* dependem dos diferentes modelos de governo das sociedades. O efeito do voto accionista sobre a política remuneratória será claramente menor numa sociedade que se caracterize pelo modelo de governo clássico, e que atribua

---

<sup>68</sup> No caso inglês a possibilidade de os accionistas manifestarem a sua opinião relativamente ao sistema remuneratório, sem que daí resultem consequências jurídicas, teve como principal efeito a influência junto do órgão competente para a fixação da remuneração de administradores e o fomento da comunicação entre a sociedade e os accionistas. Apesar de serem ainda raras as rejeições da política de remunerações, conclui-se que as empresas que recebem um voto negativo num ano tendencialmente recebem votos positivos nos anos seguintes, o que significa que as sociedades vão desenvolvendo esforços no sentido do que é o ponto de vista dos accionistas. Neste sentido, GORDON, JEFFREY N. *in* “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009);

competências nesta matéria à Assembleia Geral ou à comissão por ela nomeada. Neste contexto, vemos o efeito útil da deliberação bastante reduzido uma vez que, em última análise, a Assembleia Geral estaria a deliberar sobre decisões que ela própria tomou ou que foram tomadas por uma comissão cujos membros são nomeados directamente por si, pelo que, nestes casos, consideramos que o objectivo de troca de informação no seio da sociedade estaria já assegurado pela exigência de uma divulgação pública da política de remunerações, bem como da concreta remuneração auferida pelos membros do órgão de administração e fiscalização, de forma agregada e individual.<sup>69</sup>

Por fim, o fundamento do *say on pay* depende também da estrutura accionista típica de cada ordenamento jurídico. Nas situações em que a estrutura accionista é bastante fragmentada e a propriedade do capital é dispersa, a deliberação accionista sobre as práticas remuneratórias da sociedade constitui o mecanismo de maior eficácia na resolução do conflito de interesses entre *management* e *ownership*. Por outro lado, em sistemas societários caracterizados pela concentração do capital accionista e por participações e investidores qualificados, como é a realidade societária portuguesa, assinala-se um menor impacto do voto accionista em matéria de remuneração uma vez que os investidores conseguem, mais facilmente, exercer influência sobre o órgão de administração.

Para uma comparação dos efeitos deste regime no sistema concentrado do Reino Unido e no sistema disperso dos Estados Unidos *see* Jeffrey N. Gordon.<sup>70</sup>

## **Capítulo VI. Análise empírica das declarações sobre política de remuneração submetidas na EDP e Semapa no exercício de 2011**

A obrigatoriedade de a Assembleia Geral aprovar anualmente uma declaração sobre política de remuneração veio alterar o esquema tradicional do direito societário português no que respeita à fixação da remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades abrangidas pelo artigo 2.º da Lei n.º 28/2009.

Nos termos do n.º 1 desta norma “o órgão de administração ou a comissão de remuneração, caso exista (...) submetem, anualmente, a aprovação da Assembleia Geral uma declaração

---

<sup>69</sup> Obrigação estabelecida pelo artigo 3.º da Lei 28/2009 de 19 de Junho;

<sup>70</sup> *In* “Say on Pay”: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (2009), pag. 347 e seg.;

sobre política de remuneração dos membros dos respectivos órgãos de administração e de fiscalização”.

Por força deste preceito passa a ser exigida a aprovação anual de uma declaração sobre a política de remuneração dos órgãos de administração e fiscalização que servirá de base para a posterior fixação das respectivas remunerações.

Neste sentido, o principal objectivo deste capítulo prende-se com a análise da Declaração sobre Política de Remuneração que tem vindo a ser submetida à Assembleia Geral pelas sociedades cotadas portuguesas. Para o efeito, foram analisadas as declarações submetidas à Assembleia Geral, no exercício de 2011, pelas comissões de remunerações da EDP – Energias de Portugal, S.A. (EDP) e da Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. (Semapa), respectivamente.

#### I. A Declaração da Comissão de Vencimentos da EDP sobre a Política de Remunerações dos Membros do Conselho de Administração Executivo

A EDP é uma sociedade emitente de valores mobiliários que se encontram admitidos à negociação no mercado regulamentado da NYSE Euronext Lisbon, sendo uma das maiores empresas portuguesas.

É o maior produtor, distribuidor e comercializador de energia em Portugal, a terceira maior empresa de produção de electricidade na Península Ibérica, tendo também uma presença significativa no plano energético mundial – terceiro maior operador mundial de energia eólica.

Refira-se, adicionalmente, que a EDP, assumindo contornos de uma sociedade com estrutura accionista dispersa, “é hoje (...) uma referência internacional em termos de “*corporate governance*”.<sup>71</sup> A remuneração dos administradores é tida como um aspecto de relevo na estrutura de governo da sociedade, pelo que se assume que os mecanismos remuneratórios devem ser aptos a mitigar os custos de agência resultantes da separação entre propriedade e gestão, considerando o alinhamento dos interesses dos accionistas e dos administradores como o objectivo último de uma política de remunerações “saudável”.

A EDP adopta um modelo dualista de governo da sociedade. Tendo como propósito a separação de funções de gestão e de supervisão, a sua estrutura de governo compreende a

---

<sup>71</sup> In Manual de Governo Societário da EDP (2011), disponível em [www.edp.pt](http://www.edp.pt);

Assembleia Geral, o Conselho de Administração Executivo (órgão encarregue da gestão da sociedade), o Conselho Geral e de Supervisão (órgão responsável pela supervisão e fiscalização da actividade societária) e o Revisor Oficial de Contas.

No âmbito da sua estrutura organizacional combina a existência de uma Comissão de Vencimentos da Assembleia Geral e de uma Comissão de Vencimentos designada pelo Conselho Geral e de Supervisão.

Nos termos do disposto pelo Contrato de Sociedade, a Assembleia Geral nomeia uma Comissão de Vencimentos à qual compete fixar a remuneração dos órgãos sociais, à excepção dos membros do Conselho de Administração Executivo, a qual deverá ser fixada por comissão designada pelo Conselho Geral e de Supervisão.<sup>72</sup>

No cumprimento da Lei n.º 28/2009, prevêem os Estatutos que ambas as comissões devem submeter, com carácter consultivo, à Assembleia Geral anual, uma declaração sobre política de remuneração, pelo que no âmbito desta empresa encontramos por um lado, uma Declaração sobre a Política de Remunerações dos Órgãos Sociais e, por outro, uma Declaração sobre a Política de Remunerações do Conselho de Administração Executivo. Contudo, refira-se que a nossa análise tem por base apenas a Declaração da Comissão de Vencimentos do Conselho Geral e de Supervisão, à qual compete definir a política de remunerações dos administradores.

A política de remunerações para os membros do Conselho de Administração Executivo aprovada pela Comissão de Vencimentos do Conselho Geral e de Supervisão assenta, essencialmente, em dois pilares: i) “assegurar, com base numa análise de *benchmarking* um pacote remuneratório competitivo”; e, ii) “concretizar um sistema de incentivos que garanta o alinhamento dos gestores com os interesses dos accionistas numa perspectiva de sustentabilidade económica e financeira”.<sup>73</sup>

A proposta apresentada à Assembleia Geral de 2011, tendo em conta o impacto da conjuntura económica de crise e de dificuldades sociais, propõe, em linhas gerais, uma política de moderação salarial. Apesar de manter, no essencial, o que fora definido para o triénio anterior,

---

<sup>72</sup> Artigo 11.º e Artigo 27.º do Contrato de Sociedade, respectivamente;

<sup>73</sup> *In* Declaração sobre Política de Remunerações dos Membros do Conselho de Administração Executivo para o Triénio 2009 – 2011 da EDP, disponível em [www.edp.pt](http://www.edp.pt);

nomeadamente o valor da remuneração fixa a atribuir ao Presidente do Conselho de Administração Executivo<sup>74</sup>, bem como a manutenção em 80% da relação entre o vencimento dos restantes membros da administração executiva e do presidente, no que toca à parte variável da remuneração sentiram-se algumas alterações.

A redefinição da componente variável reflecte a experiência que adveio da crise financeira mundial, passando a ser uma política baseada na compensação de resultados a longo prazo e na avaliação do desempenho plurianual. Neste sentido, a comissão de vencimentos decidiu redefinir a estrutura da remuneração variável, diminuindo o peso da parte variável anual e aumentando o da plurianual.

Assim, a remuneração variável anual passa a ter um peso de 80% da remuneração fixa, quando antes, no limite, esta poderia ser duplicada. Por sua vez, a remuneração variável plurianual se antes tinha um limite de 100%, agora este prémio poderá atingir 120% do valor da remuneração fixa auferida.

Adicionalmente, a Declaração da Comissão de Vencimentos do Conselho Geral e de Supervisão actualiza os critérios utilizados para avaliar o desempenho do Conselho de Administração Executivo, nomeadamente os que respeitam à comparação entre o comportamento bolsista da EDP e de outros exemplos ibéricos e internacionais, bem como os que regem a apreciação do desempenho económico e financeiro da sociedade. No âmbito dos indicadores de desempenho plurianual, refira-se que a comissão terá em consideração a “evolução da imagem do Grupo EDP nos mercados nacional e internacional, a capacidade de mudança e adaptação às novas exigências do mercado e, sobretudo, o cumprimento das metas estratégicas fixadas para o Grupo”.<sup>75</sup>

A referida proposta da Comissão de Vencimentos do Conselho Geral e de Supervisão foi aprovada na Assembleia Geral de 14 de Abril de 2011. “Tendo sido emitidos 2 203 841 267 votos, (...) os quais representam 60,2713% do capital social, dado que as abstenções não são contadas, a mencionada proposta foi aprovada por maioria de votos emitidos (com 98,5159% de votos a favor)”.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> Fixado em 600.000 euros;

<sup>75</sup> *In* Política de Remunerações dos Membros do Conselho de Administração Executivo para o triénio 2009-2011;

<sup>76</sup> *In* Extracto da Acta n.º 1/2011 da Assembleia Geral da EDP, disponível em [www.edp.pt](http://www.edp.pt);

## II. Declaração da Comissão de Remunerações relativa à Política de Remuneração dos Membros do Órgão de Administração e Fiscalização da Semapa

A Semapa é uma sociedade gestora de participações sociais que desenvolve a sua actividade em três áreas de negócio: na fileira do cimento e derivados, na indústria do papel e da pasta de papel e na área do ambiente através do Grupo Secil, do Grupo Portucel Soporcel e do Grupo ETSA, respectivamente.

A Semapa tem uma estrutura accionista concentrada, marcada maioritariamente por participações qualificadas. À data de 23 de Janeiro do ano de 2012, são identificadas 31 participações qualificadas calculadas nos termos do artigo 20.º do Código de Valores Mobiliários, representando as acções em carteira própria apenas 4,6% do capital social.

A gestão da sociedade é concentrada num Conselho de Administração e num Conselho Fiscal. A Semapa adopta assim o modelo de governo societário clássico, que comporta um conselho de administração, um conselho fiscal e um revisor oficial de contas.

Relativamente à função de definição da remuneração dos órgãos sociais, a sociedade atribui esta competência a uma Comissão de Remunerações nomeada pela Assembleia Geral<sup>77</sup>, a qual deve submeter, anualmente, à aprovação dos accionistas uma Declaração sobre a Política de Remuneração. A sociedade considera que a directa definição da remuneração pela Assembleia Geral é pouco praticável, pelo que esta solução intermédia, além de ir no sentido das mais recentes recomendações e disposições legais, traz o “contributo de maior experiência e conhecimento da sociedade”, fundamental na definição dos princípios gerais que devem ser seguidos na fixação da remuneração dos órgãos sociais.

A Comissão de Remunerações da Semapa indica na Declaração sobre Política de Remuneração os princípios gerais a observar na fixação da remuneração dos órgãos sociais. Esta deve ter em conta as funções desempenhadas por cada titular no sentido das funções

---

<sup>77</sup> Acolhendo o regime legal que vem estabelecido no Artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais e tendo em conta o regime particular acolhido pelos estatutos que define uma cláusula específica para o Conselho de Administração, de acordo com a qual “a remuneração dos administradores e (...) é fixado por uma Comissão de Remunerações constituída por um número ímpar de membros e eleita pela Assembleia Geral”, podendo ser “constituída por uma parte fixa e uma parte variável, que englobará uma participação nos lucros”, *in* Declaração sobre a Política de Remuneração dos Membros do Órgão de Administração e Fiscalização da Semapa, disponível em [www.semapa.pt](http://www.semapa.pt);

efectivamente desempenhadas e das responsabilidades que lhes estão associadas, a situação económica da sociedade e os critérios de mercado nacionais e internacionais.

Adicionalmente, a declaração apresentada pela comissão faz um enquadramento dos princípios considerados essenciais pela Lei n.º 28/2009 de acordo com os quais entende, em primeiro lugar, que o modelo remuneratório que vigora na sociedade assegura o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os da sociedade, essencialmente pelo facto de associar aos administradores uma componente variável da remuneração que tem nos resultados o factor preponderante. Adicionalmente, a declaração informa os accionistas sobre os principais critérios para a definição da componente variável da remuneração e estabelece que a possibilidade de participação nos lucros prevista pelos estatutos é limitada a uma percentagem dos resultados obtidos pela sociedade. Declara ainda a inexistência na Semapa de planos de acções ou opções de aquisição de acções que considera “não ser essencial para assegurar os princípios que defendem”.<sup>78</sup>

No âmbito da alínea d) do artigo 2.º da Lei n.º 28/2009 é defendido o diferimento do pagamento da parte variável da remuneração para um momento posterior, no entanto este princípio não é seguido pela Semapa. Entende a Comissão de Remunerações que “a opção proposta tem como um dos principais suportes o comprometimento da administração e da sua remuneração com um resultado de médio prazo (...), evitando assim a associação a um simples exercício que pode não ser representativo e cujos resultados podem mesmo ser superiores em prejuízo de exercícios seguintes”, pelo que não considera que exista este perigo numa sociedade com controlo e administração estável como a Semapa.

De referir que a Semapa entende que a remuneração dos restantes dirigentes é da competência exclusiva do Conselho de Administração, pelo que a Comissão de Remunerações não terá que propor qualquer política neste sentido.

No sentido dos princípios gerais descritos *supra*, a Comissão de Vencimentos da Semapa submeteu a aprovação pelos accionistas a proposta de política de remuneração que integra o Capítulo VII da declaração com o título de “opções concretas”.<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup> In Declaração sobre Política de Remuneração dos Membros do Órgão de Administração e Fiscalização da Semapa;

<sup>79</sup> Para o conhecimento da concreta política de remuneração apresentada pela comissão, remetemos para a Declaração sobre Política de Remuneração dos Membros do Órgão de Administração e Fiscalização da Semapa, disponível em [www.semapa.pt](http://www.semapa.pt);

A referida declaração, submetida a aprovação na Assembleia Geral de 2011, foi aprovada por maioria de 216.000 votos (correspondentes a 99,73% dos votos emitidos), com 585 votos contra, correspondentes a 0,27% dos votos emitidos.<sup>80</sup>

## Capítulo VII. Apreciação crítica e conclusões

Em linha com a análise apresentada no capítulo anterior, refiram-se algumas conclusões:

1) Relativamente à Declaração da Comissão de Vencimentos da EDP concluímos que esta tem como principal objectivo dar cumprimento ao estabelecido pela Lei n.º 28/2009. Neste sentido, esta declaração, a nosso ver, limita-se a indicar os princípios orientadores da política que irá ser seguida pela sociedade, não desenvolvendo questões relativas à política de remunerações propriamente dita, antes propondo, em linhas muito gerais, as medidas que considera mais importantes.

Consideramos que o objectivo último da aprovação pelos accionistas da Declaração sobre Política de Remuneração se resume à satisfação das exigências de transparência, quer porque advêm das mais recentes recomendações da União Europeia e da CMVM, quer porque as melhores práticas de governo das sociedades acentuam a importância da divulgação de informação relativa a remunerações. A obrigatoriedade de a Assembleia Geral aprovar anualmente esta Declaração, em nossa opinião, vem também dar cumprimento ao dever da Comissão prestar contas da sua actividade aos accionistas, pelo que, nesta perspectiva, entendemos que o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009 densifica as informações adicionais que devem ser prestadas pela mesma.

Neste sentido, não podemos deixar de referir que a Assembleia Geral de 2010 da EDP decidiu rejeitar a Declaração sobre Política de Remuneração dos Órgãos Sociais que lhe foi submetida, sem apresentar qualquer alternativa e sem se pronunciar sobre qualquer aspecto da política que estava a ser proposta. No entanto, apesar deste circunstancialismo, a Comissão entendeu “nada haver de novo que (...) pudesse influir a decisão a tomar ou pudesse justificar qualquer outra medida”, considerando que “todas as deliberações tomadas pela Comissão de Vencimentos são válidas e eficazes, nenhuma censura lhes podendo ser assacada”.<sup>81</sup> Neste

<sup>80</sup> Acta da Assembleia Geral n.º 29, disponível em [www.semapa.pt/pdf/AG20052011\\_extracto29.pdf](http://www.semapa.pt/pdf/AG20052011_extracto29.pdf);

<sup>81</sup> In Declaração da Comissão de Vencimentos da EDP – Energias de Portugal, S.A. sobre a Política de Remunerações dos Órgãos Sociais, disponível em [www.edp.pt](http://www.edp.pt);

contexto, somos novamente levados a concluir que o voto negativo dos accionistas no âmbito desta deliberação não conduz a uma obrigatória modificação da política apresentada, pelo que traduzindo um voto de não confiança na comissão por parte dos accionistas, no limite apenas poderá levar a que a sociedade reorganize a estrutura e a composição da Comissão de Vencimentos.

2) No que respeita à Declaração da Comissão de Remunerações da Semapa refira-se, desde já, que a transparência tem sido um dos valores que norteia a gestão da sociedade, pelo que têm sido desenvolvidos esforços no sentido de “conjugar estas preocupações de transparência com o cumprimento dos requisitos técnicos de divulgação dos aspectos essenciais do governo das sociedades, exigidos pelas entidades reguladoras do mercado”.<sup>82</sup>

Assim, também a declaração submetida à Assembleia Geral da Semapa se limita a enunciar os princípios gerais que deverão estar na base da definição de medidas concretas no âmbito da política de remunerações em si mesma, e a fazer um enquadramento dos mesmos no regime legal e recomendatório aplicável. Neste sentido, concluímos que os objectivos desta declaração não diferem dos indicados *supra* para a declaração submetida pela Comissão de Vencimentos da EDP.

Conforme referido no capítulo anterior, não existe diferimento do pagamento de componentes da remuneração no âmbito da Semapa o que entendemos estar directamente ligado ao facto de a sociedade ter uma estrutura accionista concentrada. Este tipo de estrutura accionista permite um controlo accionista estável e um acompanhamento rigoroso da gestão da sociedade, pelo que o alinhamento dos interesses da sociedade e dos administradores estará muitas vezes assegurado pela influência que os accionistas podem exercer nas decisões de gestão e nos próprios administradores. Note-se, ainda, que na Semapa a competência para fixar a política de remunerações dos órgãos sociais é exclusiva de uma única Comissão nomeada pela Assembleia Geral, ao contrário do que acontece na EDP, o que consideramos estar igualmente justificado pelo excepcional envolvimento dos accionistas na gestão que a estrutura concentrada desta sociedade permite.

---

<sup>82</sup> *In* Relatório e Contas 2011, disponível em [www.semapa.pt](http://www.semapa.pt);

Pretendíamos com a presente dissertação aferir do fundamento da submissão de uma declaração sobre política de remunerações para discussão e aprovação pelos accionistas.

Nestes termos, e considerando que:

- As reformas legislativas e recomendatórias procuraram dar resposta a um conjunto de preocupações reveladas pela recente crise financeira ao nível do governo societário, nomeadamente no que se refere à necessidade de se aperfeiçoar o processo de estruturação e fixação da política de remuneração do órgão de administração enquanto mecanismo de alinhamento dos interesses dos accionistas e dos administradores;
- As melhores práticas de governo das sociedades assumem a relevante importância da transparência e divulgação das remunerações como forma de mitigar os custos de agência naturalmente associados ao conflito de interesses entre accionistas e administradores no processo de fixação da política de remuneração;
- A Lei n.º 28/2009 ao introduzir a obrigatoriedade de a Assembleia Geral aprovar anualmente uma Declaração sobre Política de Remuneração dos órgãos de administração e fiscalização, especificando um conteúdo mínimo de informação que a mesma deve ter para permitir que o accionista compreenda as linhas gerais da política de remunerações que irá ser adoptada, pretende alargar a participação dos accionistas às questões remuneratórias;
- A transparência que se pretende alcançar só terá sentido útil se permitir uma avaliação mais rigorosa e esclarecida por parte dos accionistas relativamente à política de remuneração da sociedade; no entanto,
- O voto dos accionistas é meramente consultivo, não se podendo retirar qualquer sentido juridicamente decisivo da deliberação da Assembleia Geral.

Entendemos que obrigatoriedade de a Assembleia de Accionistas deliberar anualmente uma Declaração sobre Política de Remunerações tem como principal fundamento dar cumprimento às exigências de transparência em matéria de remuneração e fomentar a troca de informação no seio da sociedade, permitindo um acompanhamento mais próximo dos accionistas em matérias com elevado risco de ocorrência de conflito de interesses, como a remuneração dos administradores executivos.

**Bibliografia**

BAINBRIDGE, STEPHEN M.

*Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority*, UCLA School of Law (2008);

*The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, UCLA School of Law (2010);

*Is 'Say on Pay' Justified?* UCLA School of Law (2009);

BEBCHUK, LUCIAN & FRIED, JESSE

*Executive Compensation as an Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives* (2003), disponível em [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=364220](http://papers.ssrn.com/abstract_id=364220);

*Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University (2004);

BEBCHUK, LUCIAN / COHEN, ALMA and SPAMANN, HOLGER

*The wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman* (2009), disponível em [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=364220](http://papers.ssrn.com/abstract_id=364220);

BEBCHUK, LUCIAN, GRINSTEIN YANIV

*The Growth of Executive Pay*, Harvard Law School (2005);

BRIAN R. CHEFFINS & RANDALL S. THOMAS

*Should Shareholders Have A Greater Say Over Executive Pay? Learning From The US Experience* (2001);

CAETANO NUNES, PEDRO

*Corporate Governance* (2006);

CÂMARA, PAULO

*A Comissão de Remunerações*, colaboração estabelecida entre a Revista de Direito das Sociedades e o Governance Lab (2011);

*O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, O Código das Sociedades Comerciais e o Governo das Sociedades (2008);

*Os Modelos de Governo das Sociedades Anónimas, A Reforma do Código das Sociedades Comerciais, Jornadas em homenagem ao Professor Raúl Ventura, Almedina (2007);*

*Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina (2009);*

*Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Retrato Anatómico (2010);*

*Medidas Regulatórias Adoptadas em Resposta à Crise Financeira: Um Exame Crítico, Direito dos Valores Mobiliários, Separata do Volume IX, Coimbra Editora (2009);*

*Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral, Revista de Concorrência e Regulação (2010);*

CÂMARA, PAULO / GIÃO, JOÃO SOUSA

*Directors Remuneration in Listed Companies: Portugal, European Corporate Governance Institute (2003), disponível em [www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/portugal.pdf](http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/portugal.pdf);*

COMISSÃO EUROPEIA

*Green Paper, The EU Corporate Governance Framework (2011);*

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal (2011);*

*Código de Governo das Sociedades da CMVM (Recomendações) (2010);*

COUTINHO DE ABREU, JORGE MANUEL

*Governança das Sociedades Comerciais, Almedina (2006);*

DAVID YERMACK

*Shareholder Voting and Corporate Governance, New York University Stern School of Business (2010), in Annual Review of Financial Economics;*

FABRIZIO FERRI, DAVID MABER

*Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK;*

FAHLENBRACH, RUDIGER & STULZ RENÉ

*Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, ECGI (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1439859>;

FERNANDES, ANTÓNIO OLIVEIRA

*Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C19oliveira.pdf>;

FERRARINI, GUIDO & MOLONEY, NIAMH

*Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives*, Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Winter, Jaap & Wymeersch, Eddy, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford : Oxford University Press (2004);

FERRARINI, GUIDO, MOLONEY, NIAMH & UNGUREANU, MARIA-CRISTINA

*Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>;

GERAD HERTIG

*On-Going Board Reforms: One-Size-First-All and Regulatory Capture* (2005);

GIÃO, JOÃO SOUSA

*Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas*, Câmara, Paulo (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro* (2010);

GOMES, FÁTIMA

*A Remuneração dos Dirigentes das Sociedades Anónimas*, I Congresso Direito das Sociedades em Revista (2011);

GORDON, JEFFREY N.

*Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for Compensation Discussion and Analysis*, *Journal of Corporation Law* (2006), disponível em <http://ssrn.com/abstract=686464>;

“Say on Pay”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, Harvard Journal on Legislation, Vol.46 (2009), disponível em <http://www.harvardjol.com/wp-content/uploads/2009/09/323-368.pdf>;

JENNIFER G. HILL

*New Trends in the Regulation of Executive Remuneration* (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1549429>;

JENNIFER G. HILL / CHARLES M. YABLON

*Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=375240>;

JENSEN, MICHAEL / MURPHY, KEVIN

*Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* (2004), disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>;

JENSEN, MICHAEL C., MECKLING, WILLIAM H.

*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976);

JOHN C. COFFEE, Jr.

*A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ* (2005);

MATOS, PEDRO VERGA

*A relação entre accionistas e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções* ISEG;

MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO

*Código das Sociedades Comerciais Anotado* (2009);

MURPHY, KEVIN J. / JENSEN, MICHAEL C.

*Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* (2004);

NORDBERG, DONALD

*Corporate Governance, Principles and Issues* (2011);

OCDE

*Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades* (2004);

REINIER KRAAKMAN, JOHN ARMOUR, PAUL DAVIES, LUCA ENRIQUES, HENRY B. HANSMANN, GÉRARD HERTIG, KLAUS J. HOPT, HIDEKI KANDA, AND EDWARD B. ROCK

*The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press, 2ª edição (2009);

RELATÓRIO CATÓLICA LISBON / AEM SOBRE O GOVERNO SOCIETÁRIO

*Governo das Sociedades em Portugal, Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações – Índice e Rating de Governo Societário* (2011);

SIMÃO, JOÃO CARITA

*A Remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas Implicações no Contexto da Crise Financeira Mundial*, separata da Revista do Direito das Sociedades, Ano II, 3 / 4 (2010);

SOSA GUEDES, INÊS ERMIDA DE

*A Remuneração dos Administradores – perspectiva a partir da crise de 2008* (2011);

THE INSTITUTE FOR GOVERNANCE OF PRIVATE AND PUBLIC ORGANIZATIONS

*Giving Shareholders a Say on Pay. A measure leading to better governance?*( 2010);

THOMAS, RANDALL

*International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, *Vanderbilt University Law School Law and Economics*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1265122>;