

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
ESCOLA DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

*O Controlo da Remuneração dos Administradores pelos
Acionistas*

Mestrado em Direito Empresarial

Patrícia Alexandra Rosa Ganhão

Dissertação de Mestrado elaborada sob a orientação de:

Professor Doutor Paulo Olavo Cunha

Maio de 2016

Índice

Capítulo I. Introdução.....	2
Capítulo II: As principais novidades regulatórias no âmbito da política de Remuneração	4
Capítulo III. A importância do tema da Remuneração nas Sociedades Anónimas	6
a. Questões e problemas relevantes da Remuneração no sistema Português – O Conflito de interesses	6
b. Critérios e formas de atribuição dessa Remuneração aos Administradores	8
c. A relevância das <i>Stock Options</i> enquanto instrumento capaz de alinhar os interesses dos administradores	11
Capítulo IV. A Competência para determinar a remuneração dos Administradores – Critérios	14
a. O Princípio “Say on Pay”.....	20
b. Conteúdo e natureza da declaração sobre a política de remunerações	22
c. O dever de divulgação e informação das políticas de remuneração	26
Capítulo V. A Responsabilidade pela determinação da Remuneração – Breve Análise	28
VI. Conclusão	32
VII. Bibliografia	34

Capítulo I. Introdução

A remuneração dos administradores de sociedades cotadas e de grandes sociedades anônimas tem sido alvo de crescente interesse nos últimos dez anos e desde 2007 contou com importantes intervenções legislativas e regulamentares.

Um dos pontos importantes que iremos discutir no âmbito deste trabalho, é o tema da natureza do relacionamento entre os administradores e a sociedade que administram, tem sido dos mais trabalhados e discutidos em torno da questão da remuneração dos administradores. Neste âmbito iremos desenvolver o chamado “Problema de Agência”, na relação entre os administradores e a sociedade, devendo reconhecer-se, como veremos adiante, que os interesses prosseguidos pelos administradores nem sempre serão coincidentes com os interesses da sociedade. A tentação do desvio para a prossecução de interesses próprios existe, está demonstrada e mereceu a preocupação da *corporate governance* no sentido de serem instituídos mecanismos de correção da mesma.

Vamos também procurar ao longo deste desenvolvimento, garantir de que forma pode a sociedade assegurar que os administradores na fixação das suas próprias remunerações não o fazem de forma exagerada e pensando apenas na medida do seu próprio bem-estar e não no desenvolvimento da sociedade? Que conflitos estarão subjacentes a esta questão e que interesses envolvem?

Como resposta a esta problemática foram sendo desenvolvidas práticas de tentativa de alinhamento das remunerações com os objetivos das sociedades que iremos desenvolver ao longo da presente dissertação.

Neste sentido, numa primeira fase começamos por fazer um breve desenvolvimento sobre a situação regulatória comunitária e nacional relativamente ao tema da remuneração, tentando perceber a aproximação das soluções que têm vindo a ser propostas, e em que medida essas propostas têm influenciado o nosso ordenamento jurídico.

De seguida, iremos analisar a competência para a fixação da remuneração dos órgãos societários face ao regime previsto, em geral, no Código das Sociedades Comerciais. No âmbito da competência não poderíamos deixar de analisar com bastante detalhe e atenção a questão da obrigatoriedade de apresentação e submissão à aprovação pelos acionistas de uma Declaração sobre Política de Remuneração ao abrigo da Lei n.º 28/2009, sendo

um dos pontos deste tema que mais contributo trouxe para um efetivo controlo da remuneração dos Administradores pelos acionistas.

E, finalmente por considerarmos importante a questão da responsabilidade e por impossibilidade de maiores desenvolvimentos nesta dissertação, uma vez que não se trata do tema central, iremos apenas fazer uma breve análise aos deveres a que os administradores estão sujeitos nos atos que praticam sob pena de incorrerem em responsabilidade não apenas para com os sócios, mas também com a sociedade e outros credores.

Capítulo II: As principais novidades regulatórias no âmbito da política de Remuneração

Os recentes escândalos internacionais¹ 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 acionistas e a gestão das sociedades.

Em 14 de Dezembro de 2004, a Comissão Europeia adotou a Recomendação 2004/913/CE relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas e, em 15 de Fevereiro de 2005, 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 supervisão². Os principais objetivos destas recomendações são assegurar a transparência das práticas de remuneração, o controlo dos acionistas sobre a política de remuneração e a remuneração individual graças à sua divulgação, à introdução de um voto obrigatório ou consultivo relativamente à declaração sobre as remunerações e à aprovação pelos acionistas dos regimes de remuneração com base em ações, bem como uma supervisão não executiva eficaz e independente e o desempenho por parte do comité das remunerações de um papel pelo menos consultivo sobre as práticas de remuneração³.

No plano normativo, na sequência da publicação pela Comissão Europeia das Recomendações de 2004 e 2005, é aprovada a Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho. 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,

¹ FREDERIC GARRON, *La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales* in *Revue des Sociétés*, n.º4, Outubro/Dezembro 2004, Dalloz, 795-823, p.797, que destaca os escândalos Enron nos EUA.

² Mais tarde desenvolvidas pela Recomendação 2009/385/CE, de 30 de Abril.

³ Sétimo considerando da Recomendação 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004, vem consagrar o voto acionista da política de remunerações, a título obrigatório ou facultativo, por forma a dar aos acionistas a possibilidade de “exprimirem eficazmente as suas opiniões com base em informação completa”.

definidas no artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 225/2008 de 20 de Novembro, bem como o respetivo regime sancionatório. O desenvolvimento mais detalhado do regime da presente Lei, será feito ao longo da dissertação.

Uma das opções de fundo do sistema jurídico nacional em matéria de remuneração tem sido a de preservar, no essencial, a estabilidade das soluções legislativas, mas ao mesmo tempo procurar um aprimoramento do regime através de indicações recomendatórias. Atualmente, as recomendações sobre a matéria constam do Código do Governo das Sociedades elaborado e aprovado pela CMVM em 2007⁴, que dedica uma secção à matéria da remuneração dos administradores, que visa, essencialmente, minimizar os custos de agência na relação entre administradores e acionistas. 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*)⁵, por forma a permitir o alinhamento dos interesses dos mesmos com os da sociedade, e a desincentivar a excessiva assunção de riscos⁶.

Acrescem ainda, 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.º 2/2010/DSB de 1 de Fevereiro,

⁴ Regulamento n.º 1/2007 da CMVM que veio a ser revogado pelo Regulamento n.º 1/2010, este diploma pretendeu estabelecer a informação a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, na sequência da publicação da Lei 28/2009, de 19 de Junho. Mais tarde, veio a ser revogado pelo Regulamento n.º 4/2013, cuja revisão do regime incidiu principalmente sobre o conteúdo do chamado “relatório de governo societário”, sistematizando as exigências informativas cuja prestação é obrigatória, possibilitando que as sociedades recorram a um Código de Governo das sociedades distinto daquele divulgado pela CMVM e reformulando o próprio Código de Governo das Sociedades disponibilizado pela CMVM, cuja última versão seria a de 2010.

⁵ Também no plano bancário, o mesmo se verifica, atendendo ao conteúdo da Diretiva 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, é explicitamente referido que a “política de remuneração deve ser compatível com a estratégia empresarial e os objetivos, valores e interesses a longo prazo da instituição de crédito, a incluir medidas a evitar conflitos de interesses”

⁶ Neste sentido, PAULO CÂMARA, in *O Código do Governo das Sociedades Anotado*, 2012, Almedina, cit., pp. 181, e determina no seu mesmo estudo que “O Código não interfere com a composição quantitativa da remuneração de membros do órgão de administração, limita-se a fornecer indicações sobre aspetos qualitativos atinentes à sua estrutura da política de remuneração”.

a qual recomenda que as instituições adotem 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 atividade desenvolvida e com o princípio da clareza, transparência e adequação da estrutura das instituições relativamente à definição, implementação e monitorização da política remuneratória.

Capítulo III. A importância do tema da Remuneração nas Sociedades Anónimas

a. Questões e problemas relevantes da Remuneração no sistema Português – O Conflito de interesses

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

O alinhamento de interesses administrador/sociedade é fundamental, sendo importante nesta medida considerar o que se entende por “teoria de agência”. A articulação entre acionistas e administradores, no contexto de funcionamento da sociedade, poderá originar problemas de risco moral (“*moral hazard*”), por exemplo, *quando, no decurso de uma relação contratual, uma das partes, em função de uma assimetria informativa, detendo mais conhecimentos técnicos do que a contraparte, abusa dessa vantagem e, já que a contraparte dificilmente o saberá, cumpre defeituosamente a sua prestação*⁷.

A teoria de agência baseia-se nesta ideia de risco moral. Existe um principal (os acionistas) e um agente (os administradores). Estes últimos devem defender os interesses dos primeiros. *O problema de agência consiste, assim, em assegurar que os administradores, nos diversos campos da sua atuação, curam dos interesses da sociedade*

⁷ Neste sentido, seguimos de perto a explicação de JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *Conflito de interesses e governo das sociedades: os negócios dos administradores e as oportunidades societárias*, orient. Adelaide Menezes Leitão, Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2014, cit., p. 53

*e dos acionistas em vez de, no exercício das suas funções, cuidarem dos seus próprios interesses pessoais ou de outros*⁸.

Em termos ideais, os administradores atuariam sempre no interesse dos acionistas, beneficiando-os com as suas decisões⁹; contudo, aqueles poderão não ter muito a ganhar com o benefício dos acionistas, bem como poderão não ter muito a perder com os prejuízos que provoquem, na medida em que os acionistas não estejam em posição de detetar e aferir tais prejuízos. Assim, os administradores passam a saber mais do que os acionistas e a maximização dos interesses da sociedade depende em grande medida da sua atuação. E, quanto maior for a complexidade das suas funções, é justamente este facto de possuírem conhecimento e experiência específicos que justifica que a sociedade lhes confie os seus interesses, maior será a discricionariedade que beneficiarão no exercício das suas funções.

Os administradores, como quaisquer outros agentes económicos, atuam na base da racionalidade económica. Considerando que desempenham uma atividade remunerada, racionalmente, os interesses dos administradores consistem na otimização dos rendimentos recebidos pela atividade desempenhada. O princípio da otimização como entende JOÃO SOUSA GIÃO¹⁰ traduz-se *na escolha da conduta que, de entre as possíveis, apresenta a máxima diferença entre custos e benefícios, ou seja, da conduta que conduza aos maiores benefícios, suportando os menores custos*.

Importa ainda ter em consideração que, para além de poderem existir diferentes objetivos dos acionistas e dos seus administradores, existe um conjunto de fatores que limitam a

⁸ *Idem, Ibidem*, pp. 54

⁹ *E, de acordo com essa perspectiva, num mercado eficiente, os administradores menos leais e diligentes seriam ultrapassados por administradores mais leais e diligentes, capazes de garantir um desempenho superior a custos inferiores, deste modo, Cfr. JOÃO SOUSA GIÃO, Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores in VVAA, Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro, Almedina, Coimbra, 2010, cit., pp. 280-281.*

¹⁰ *Idem., cit., p. 225*

capacidade de orientar a ação dos administradores (agentes) no sentido do interesse do acionista (principal)¹¹:

- I) Por um lado, a grande complexidade das decisões a tomar pelos administradores, cujo acompanhamento pelo acionista poderá acarretar avultados custos de monitorização;
- II) Por outro, os administradores têm acesso privilegiado a informações sobre a empresa e os mercados, que não estão (facilmente) disponíveis para terceiros e que, mesmo se formal e expressamente solicitadas e fornecidas, podem ser envoltas numa técnica de difícil leitura para um não especialista;
- III) Por último, porque há evidente dificuldade em estabelecer critérios gerais e universalmente aceites para o que se considera uma gestão eficiente, pelo que se pode tornar difícil distinguir o que são atos de gestão que maximizam o valor da empresa de outros que apenas beneficiam o gestor.

Assim, em termos globais a redução dos custos de agência pode ser obtida através de uma abordagem integrada que inclua uma clara definição dos objetivos a atingir pelo gestor, um acompanhamento esclarecido sobre a sua prossecução e a criação de incentivos que aproximem os interesses do agente e do principal, incluindo nesta última a questão do valor e da forma da remuneração.

b. Critérios e formas de atribuição dessa Remuneração aos Administradores

Os administradores podem ser, ou não, remunerados, e sendo-o podem auferir, para além, de uma remuneração fixa, uma remuneração variável. A lei parte do princípio de que os administradores são remunerados, devendo a respetiva remuneração ser compatível com as funções desempenhadas e com a capacidade económica da sociedade, artigo 399.º, n.º1 do Código das Sociedades Comerciais (doravante “CSC”).

¹¹ Neste sentido, PEDRO VERGA MATOS, *A Relação entre os Acionistas e os Gestores de Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções in* Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 33, Agosto de 2009, p. 93

Nas grandes sociedades anónimas e nas sociedades cotadas, diferentemente do que acontece nas sociedades por quotas¹², os membros dos órgãos sociais são na generalidade remunerados. Isto acontece, uma vez que a complexidade das funções orgânicas justifica que a dedicação dos membros dos órgãos sociais seja compensada com uma remuneração que, para os gestores executivos, deverá ser seguramente mais elevada¹³.

Assim sendo, enquanto os administradores com funções executivas auferem uma retribuição regular eventualmente acrescida de uma remuneração variável, estabelecida em função do seu desempenho, os membros do órgão de gestão não executivos, bem como dos órgãos de fiscalização e da mesa da assembleia geral, deverão receber uma remuneração fixa¹⁴.

Esta diferenciação entre administradores executivos e não executivos, em matéria de remuneração, tem na sua base *a ideia de que os administradores não executivos não devem ter uma remuneração variável indexada à cotação ou a variáveis contabilísticas, para que se mantenham objetivos nas suas funções e na avaliação dos executivos*¹⁵. Ao invés, os administradores executivos devem ser remunerados com incentivos que garantam um desempenho alinhado com os interesses de todos os acionistas e que deflictam o desempenho individual no cumprimento dos objetivos da empresa.

Assim, as remunerações podem ser fixas ou variáveis, ou seja, pode ser estabelecido que um membro do órgão social receba uma quantia predeterminada pelo exercício das suas funções, independentemente da forma como a mesma será efetuada, seja pago em função do número das suas intervenções ou acumule com a remuneração fixa um prémio, em conformidade com a aplicação de critérios normalmente preestabelecidos, o que é frequentemente atribuído através de uma percentagem dos lucros do exercício (artigo 399.º, n.º1 do CSC)

¹² Artigo 255.º, n.º1 do CSC: “*Salvo disposição do contrato de sociedade em contrário, o gerente tem direito a uma remuneração, a fixar pelos sócios*”, o que determina a sua não obrigatoriedade.

¹³ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2012, cit., p. 541

¹⁴ Cfr., artigos 422.º-A, n.º 1, 423.º-D e 440.º, n.º3 do CSC.

¹⁵ Relativamente a esta diferenciação, FÁTIMA GOMES, *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, 2011, cit., p.382

Em termos de remuneração dos membros do conselho geral e de supervisão destacam-se algumas particularidades, como o carácter facultativo da remuneração destas funções, a necessidade de previsão contratual para a sua exclusão, sob pena de se presumirem funções remuneradas, a sua fixação pela assembleia geral ou por uma comissão nomeada por esta, a fixação de uma remuneração compatível com as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade e a sua atribuição apenas com carácter fixo.

Para PAULO OLAVO CUNHO, a atribuição da remuneração, quando a mesma tiver que ser fixa, e com a qual seguimos de perto, deve ser estabelecida num montante predeterminado não variável, não dependente da *performance* ou contributo efetivo do membro do órgão social ou da sua assiduidade, por exemplo¹⁶, até porque são critérios determinantes na atribuição da remuneração variável.

Já a remuneração variável é normalmente estabelecida em função do desempenho e do contributo do membro do órgão de gestão para os resultados da sociedade, podendo ser paga quando a mesmo cumpre os objetivos que lhe haviam sido propostos, no quadro da política de remuneração aprovada, apesar de a empresa não ter gerado lucros, ou é calculada com base em critérios predeterminados que integram a referida política.

O artigo 399.º do CSC aponta como elementos a ter em conta para atribuição de remuneração, as *funções desempenhadas*, e a *situação económica da sociedade*. A doutrina tem apontado outros elementos, tais como: as habilitações do administrador; as características do mercado; os resultados efetivamente obtidos, bem como, a dimensão da Empresa¹⁷.

¹⁶ Vide, PAULO OLAVO CUNHO, *Direito das Sociedades*, op., cit., p.743

¹⁷ Num estudo, elaborado por RAQUEL SOFIA PEREIRA DO NASCIMENTO: *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: o Caso Português in* Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 32, Abril de 2009, 73-93, conclui-se, que não há evidências de que “em Portugal a remuneração total dos administradores seja determinada em função do desempenho da empresa. Esta variável é, todavia, significativa na determinação da componente variável da remuneração. A remuneração dos administradores em Portugal é amplamente influenciada pela dimensão da empresa. Os resultados demonstraram que quanto maior a dimensão da empresa, maior a remuneração dos seus administradores. Estes resultados são consistentes com a ideia de que empresas de maior dimensão possuem uma especial complexidade e requerem administradores mais hábeis e mais capazes que, como tal, exigem maiores remunerações”.

A respeito desta questão, é importante considerar, o Código de Governo das Sociedades da CMVM, aprovado pelo Regulamento 1/2007, que dispõe o seguinte: 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. Neste contexto: *i) a remuneração dos administradores que exerçam funções executivas deve integrar uma componente baseada no desempenho, devendo tomar por isso em consideração a avaliação de desempenho realizada periodicamente pelo órgão ou comissão competentes; ii) a componente variável deve ser consistente com a maximização do desempenho de longo prazo da empresa e dependente da sustentabilidade das variáveis de desempenho adotadas; iii) quando tal não resulte diretamente de imposição legal, a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração deve ser exclusivamente constituída por uma quantia fixados pela sociedade anualmente.*

c. A relevância das *Stock Options* enquanto instrumento capaz de alinhar os interesses dos administradores¹⁸

A inserção do tema das *stock options* a propósito da remuneração dos administradores não significa que seja apenas este o único tipo de remuneração variável existente, no entanto por razões de economia de espaço, foi necessário optar pelo tipo de remuneração variável mais recorrente nas empresas¹⁹.

¹⁸ Entre nós o Regulamento da CMVM nº 7/2001, republicado (e alterado) pelo Regulamento da CMVM nº 11/2003 de 2 de Dezembro de 2003, exige, com respeito a sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, visando promover a transparência: “ o envio à CMVM de informação relativa a planos de atribuição de ações e ou de opções de aquisição de ações a trabalhadores e ou a membros do órgão de administração (artigo 2º)

¹⁹ FÁTIMA GOMES *in Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, cit., pp. 372, enuncia ainda outras formas de remuneração variável: Assim, a remuneração pode consistir em planos de *phantom shares* (também designadas “ações fantasma”), tratam-se de planos de atribuição de bónus em dinheiro, em que o montante do bónus é determinado por referência ao aumento de valor das ações da empresa em relação à qual se atribuem, sendo o seu funcionamento semelhante ao dos planos de *stock options* e, para além disso, em alternativa existem ainda os planos de *stock grants* ou de atribuição de ações, *que conferem a possibilidade de aquisição de ações da empresa a um preço reduzido, beneficiando o titular de um prémio de capitalização dependente da valorização da cotação das ações no mercado bolsita.*

A denominação *stock options*, em sentido lato, é utilizada pelas sociedades e mercados financeiros para designar a situação jurídica que se cria em benefício de algum dirigente, trabalhador ou outra pessoa, atribuindo-lhe o direito de adquirir ações de uma sociedade, a própria emitente ou outra, mediante um preço predefinido, num prazo que se estabelece. Assim o beneficiário fica investido numa situação de poder solicitar a subscrição ou aquisição dessas ações, nas condições acordadas, e a sociedade emitente, ou aquela a que as ações se reportam, na obrigação de lhe atribuir tais ações.

*A particularidade desta operação reconduz-se à atribuição de um direito de opção ao beneficiário, que apenas a exercerá, se e na medida em que do seu exercício possa retirar vantagens económicas, em especial quando o valor de mercado das ações for superior ao valor que contratualmente foi fixado para o exercício da opção*²⁰.

No entanto, o que pretendemos discutir neste âmbito é a importância das *stock options* enquanto instrumento capaz de alinhar os interesses dos acionistas com os interesses dos administradores, através da criação dos incentivos adequados. Seguindo de perto o estudo de ANTÓNIO FERNANDES DE OLIVEIRA²¹, as funções atribuídas às *stock options* não se resumem, porém, a esse incentivo para o alinhamento dos interesses dos administradores (e dos trabalhadores em geral) com os interesses dos acionistas. A capacidade de reter os trabalhadores de uma empresa ao seu serviço, tanto mais elevada quanto maior for o número de opções atribuídas, quanto maior for a diferença entre o preço de mercado da ação e o preço de exercício da opção e quanto mais perto se esteja da data a partir do qual a opção possa ser exercida, é também uma das funções tipicamente apontada às *stock options*.

Um outro aspeto que é mencionado nesse mesmo estudo, diz respeito à situação de risco a que estarão sujeitos os acionistas e os administradores a quem sejam atribuídas essas ações, e que poderá ser encarada como uma desvantagem neste domínio. Num estudo elaborado por, CALVIN H JOHNSON²², considerou-se que o administrador, na

²⁰ Cfr., FÁTIMA GOMES, *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, cit., p.382

²¹ Cfr., ANTÓNIO FERNANDES DE OLIVEIRA, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações* in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 19, Dezembro de 2004, 28-44.

²² CALVIN, H. JOHNSON, "Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea" (October 2003). U of Texas Law, Law and Econ Research Paper N.º 003. <http://ssrn.com/abstract=474362>

qualidade de detentor de opções sobre ações, *é imune às perdas de valor da empresa (nesse caso não exercerá a opção), ao contrário do acionista (que sofre uma perda). Significa isto que quem decide acerca do tipo de projetos em que a empresa se envolverá, tem um incentivo (na qualidade de detentor de opções sobre ações) maior para se envolver em projetos tentadores, de risco mais elevado, do que o acionista (que sofre uma perda, para além da perda “não valorização” que tem em comum com o detentor da opção, se o risco se concretizar e a empresa perder valor).* Considerou no entanto esse mesmo autor, que não se pode esquecer que o administrador da empresa tem também um outro incentivo para ser mais prudente que o acionista, que em teoria contrabalançará a tendência para a adoção de projetos de maior risco. É que o administrador, quer por força das capacidades que desenvolveu ao longo do tempo, adaptadas às necessidades da empresa, quer por força das opções sobre ações da empresa que detém, sofre de uma elevada concentração de risco que o acionista com possibilidade de diversificação, não sofre. Por essas razões, tem motivos para não envolver a empresa em projetos de elevado risco.

FÁTIMA GOMES²³, reconhece que as vantagens em geral atribuídas às *stock options* *consistem em atrair e reter pessoas importantes na empresa, proporcionar ganhos financeiros a quem tem realmente impacto nos resultados da empresa, ao associar a componente variável da remuneração ao desempenho individual e à evolução dos resultados da empresa, alinhar deste modo os interesses dos acionistas com os dos colaboradores, atingindo assim bons resultados na empresa.*

Nesta medida, podemos concluir que a sua atribuição aos administradores deve ser encarada, como uma forma alternativa de aproximar os interesses dos administradores aos dos acionistas e, assim, promover a obtenção do máximo de valor para a sociedade, apesar dos riscos que possam correr, essa forma de remuneração deve incentivar os gestores a prosseguirem objetivos de longo prazo na obtenção de bons resultados para a empresa.

E, além disso não se pretende apenas através deste mecanismo de alinhamento de interesses, um sistema retributivo alternativo, que parte da maximização do valor da

²³ *Idem, Ibidem, cit., p.384*

sociedade para os seus acionistas, mas também beneficiar todos aqueles que se possam considerar interessados nos destinos económicos da empresa (*stakeholders*).

Capítulo IV. A Competência para determinar a remuneração dos Administradores **– Critérios**

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

Com a reforma de 2006 do Código das Sociedades Comerciais, a projeção da *corporate governance*, foi intensa nas grandes empresas e isso permitiu significativas reformulações nos esquemas de retribuição dos administradores²⁴, como veremos.

No sistema jurídico português, quanto à competência societária, rege o artigo 399.º do CSC, segundo o qual compete à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade (n.º1). O mesmo preceito acrescenta que a remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade (n.º2). E, que esta percentagem não pode incidir sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos acionistas (n.º3).

Conclui-se, assim que a remuneração é fixada, administrador a administrador, pela assembleia geral ou por uma comissão de vencimentos, por ela nomeada. Este modelo retira os administradores da decisão sobre remunerações, evitando o risco de estes serem parciais, fazendo com que haja uma intervenção de titulares de outros órgãos sociais ou

²⁴ Cfr., PAULO CÂMARA, *Conflito de interesses no direito financeiro e societário: um retrato anatómico*, Almedina, 2010, cit., p. 43. “Com efeito, esta reforma de 2006 conduziu a um alargamento dos modelos e sub-modelos de governação, reforçando de maneira significativa a autonomia estatutária das sociedades anónimas. A pluralidade de modelos de governação refletiu-se também no âmbito da competência para fixar as remunerações dos titulares dos órgãos sociais”.

de investidores institucionais no processo decisório que respeite a remuneração dos titulares do órgão de administração²⁵.

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*).²⁶

Em Portugal, essa eventualidade é diretamente prevista na lei, embora se admita igualmente que os estatutos designem como competente a assembleia geral ou comissão de vencimentos por esta nomeada (artigo 429.º do CSC).

Tratando-se de uma matéria para a qual não é exigida por lei maioria reforçada, e salvo disposição estatutária diversa, a assembleia geral que nomeie a comissão de fixação de remunerações delibera por maioria dos votos emitidos, seja qual for a percentagem do capital social presente na reunião²⁷.

No que respeita à sua composição, haverá que distinguir a comissão de fixação de remunerações constituída no seio do conselho geral e de supervisão (para sociedades que adotem o modelo dualista de governação), que integra obrigatoriamente membros daquele órgão, das restantes comissões de fixação de remunerações nomeadas pela assembleia geral.

Notamos a mudança de regime operada pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, na medida em que deixou de estabelecer a necessidade de os membros da comissão de remunerações serem, simultaneamente, acionistas da sociedade em causa²⁸. O abandono daquele requisito revelou-se alinhado com as recomendações de governo societário de

²⁵ Neste sentido, JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *Conflito de interesses e governo das sociedades (...)*, 2013, cit., p. 59

²⁶ 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);

²⁷ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades ...*, reconhecendo que pode ser formada por dois membros ou por um número superior, mas nunca por um único elemento. Com efeito, uma comissão, por definição, é composta por uma pluralidade de números, op. cit., p. 742.

²⁸ Neste sentido, RUI DE OLIVEIRA NEVES, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, coord. Paulo Câmara, cit., p181

independência e profissionalização tendencial dos decisores (membros da comissão). Nesse sentido, o Código de Governo das Sociedades da CMVM recomenda também que a comissão de remunerações deve incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração²⁹.

A comissão de fixação de remunerações é um órgão — *centro institucionalizado de poderes funcionais exercidos por pessoas com o objetivo de formar deliberações imputáveis à sociedade em matéria de remunerações — instituído pelos estatutos da sociedade, ou por deliberação dos sócios, consoante aplicável*³⁰. Não sendo legalmente imposto, o seu funcionamento interno poderá ser disciplinado por regulamento.

Sendo a comissão de fixação de remunerações estabelecida ao abrigo de disposição estatutária, não poderá a assembleia geral interferir em matérias reservadas à comissão de remunerações.

Diversamente, quando nomeada pela assembleia geral, a comissão de fixação de remunerações exercerá uma competência delegada pelo coletivo dos acionistas. Nesse sentido, a assembleia geral, que originalmente detém os poderes e faculdades atribuídos à comissão de fixação de remunerações, poderá dar instruções à comissão, adotar *per se* deliberações em matérias da sua competência e avocar para si os poderes relacionados com a determinação da remuneração dos titulares dos órgãos sociais. Ainda assim, quando concorra com a assembleia geral, a comissão de fixação de remunerações exerce uma competência própria³¹.

A comissão apresenta duas vantagens inegáveis: *a de permitir a fixação de remunerações fora do ambiente, por vezes emotivo, das assembleias gerais, atendendo a elementos relevantes e a critérios adequadamente formados; e a viabilizar a definição de uma política de remunerações compatível com a capacidade económica da empresa, com base*

²⁹ Ponto 68. II do Modelo de Relatório de Governo das Sociedades, anexo I ao Regulamento n.º 4/2013 da CMVM.

³⁰ Neste sentido, JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *Conflito de interesses e governo das sociedades (...)*, cit., p. 59

³¹ Vide, PAULO CÂMARA, *Conflito de interesses no direito financeiro e societário: um retrato anatómico*, cit., p. 44 e ss

*na articulação dos seus membros e num contexto de autonomia em relação à competência da assembleia geral*³².

A lei não prevê a duração do mandato dos membros desta comissão, o qual, segundo PAULO OLAVO CUNHA, não deverá exceder o mandato dos demais titulares dos órgãos sociais. No entanto, constituída uma comissão com esta natureza, ela dever-se-á manter em funções até que seja formalmente substituída ou extinta³³.

Assim, compete à comissão de remunerações 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. Os membros destas comissões devem no entanto ser maioritariamente ou exclusivamente independentes, configurando comissões constituídas por administradores não executivos³⁴.

Neste sentido, também o Código de Governo das Sociedades da CMVM vem prever, que o processo de seleção de candidatos a administradores não executivos deva ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos, de maneira a assegurar uma verdadeira independência das comissões de remuneração.

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.³⁵

Em particular, muitas são as considerações que apontam que comissões de remunerações independentes do órgão de administração (em especial, as que não incluem administradores executivos) estão melhor habilitadas a desenhar esquemas de incentivos

³² Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades*. Cit., p., 743

³³ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades*, cit., p. 744

³⁴ *Vide.*, JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima ... Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, cit., p. 225

³⁵ Neste sentido, PAULO CÂMARA, in "Say on Pay": *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, in *Revista de Concorrência e Regulação*. Ano I, nº 2. (Abril-Junho 2010), p.4

mais apropriados não só à adequada compensação dos gestores, como também a um desempenho sustentado das empresas no longo prazo³⁶.

À partida, deve reconhecer-se que não existe nenhum obstáculo natural a que as funções típicas atribuídas à comissão de remunerações composta por administradores não executivos independentes sejam desempenhadas por uma outra estrutura criada no seio da assembleia geral e que não inclua administradores como seus membros. Para tal, basta assegurar que a comissão de remunerações seja composta por pessoas com conhecimentos específicos bastantes e que estes tenham acesso a toda a informação de que necessitem para a adequada avaliação do desempenho dos membros executivos e não executivos do órgão de administração.

Em qualquer caso, não deixamos de concordar com PAULO OLAVO CUNHA ao considerar que apesar de a competência ser delegada na comissão de remunerações, os acionistas não deixam de se poder pronunciar sobre a matéria da remuneração dos titulares dos órgãos sociais, *formulando quando for oportuno entenda-se, as propostas que considerarem adequadas a esse propósito e devendo o presidente da mesa submetê-las à apreciação da assembleia geral*³⁷. A competência dos acionistas é, assim, eventualmente cumulativa caso a da comissão de remunerações tenha sido constituída para o efeito.

Na perspetiva do controlo dos conflitos de interesses, a separação de funções, entre, de um lado, quem avalia o desempenho, e de outro lado, quem fixa a remuneração com base nos resultados daquela avaliação, deve ser vista como positiva, na medida em que adiciona um nível de controlo: os responsáveis pela fixação da remuneração em concreto têm de validar os resultados da avaliação de desempenho.

Num caso, como noutro, as deliberações da comissão de fixação de remunerações serão sindicáveis mediante recurso para os tribunais, em termos semelhantes ao regime de impugnação de deliberações dos sócios.

³⁶ Cfr., RUI DE OLIVEIRA NEVES, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades...*, cit., pp., 181 e ss

³⁷ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., p.742.

Atento o escopo dos poderes que lhe correspondem, os fundamentos da invalidade (em regra, anulabilidade) de uma deliberação da comissão de fixação de remunerações poderão assumir natureza diversa.

Centrando-nos na experiência nacional, o controlo da licitude das deliberações que fixem para um administrador uma remuneração excessivamente elevada deve ser feito à luz dos critérios estabelecidos no artigo 399.º, n.º 1 do CSC, nos termos do qual o órgão competente (assembleia geral, ou a comissão de fixação de remunerações) deve fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta «as funções desempenhadas» e «a situação económica da sociedade». Verificando-se que, no caso, a retribuição atribuída a um administrador não obedece a qualquer dos critérios, a reação judicial destinada a corrigir esta situação poderá acolher-se no regime das deliberações abusivas, sujeito ao preenchimento dos respetivos pressupostos legais previstos no artigo 58.º, n.º 1, b) do CSC. Assim tem sido considerado tipicamente pela jurisprudência³⁸.

E o que sucede, quando esteja em causa uma remuneração fixada com respeito pelos dispositivos legais aplicáveis, mas que se revele excessiva em momento posterior (por exemplo em face da deterioração da situação financeira da sociedade em causa)?

Esta é uma questão pouco consensual na doutrina portuguesa, havendo quem, como PAULO OLAVO CUNHA³⁹ advogue no sentido da aplicação analógica do artigo 440.º, n.º 3 do CSC, sustentando o poder da assembleia geral de reduzir (e, bem assim, aumento), a qualquer tempo, a remuneração que se revele excessiva à luz dos critérios legais que presidiram à sua fixação, por exemplo, as funções desempenhadas pelo administrador e a situação económica da sociedade.

³⁸ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 15/03/2007, num caso em que em Assembleia geral de sociedade anónima, com todos os sócios (Seis) presentes ou representados, deliberou-se por 97% dos votos a favor fixar a remuneração anual do administrador *N* em Euros 265000; a situação económica e financeira da sociedade era débil; o anterior administrador não auferia essa remuneração. A Relação considerou a remuneração manifestamente excessiva, “sem que se divise qualquer justificação, nomeadamente por referência aos critérios contidos no artigo 399.º do CSC.” E, julgou-a, abusiva-anulável, nos termos do artigo 58.º,1, al. b), na medida em que os sócios não-de ter previsto que da deliberação resultaria, muito possivelmente, vantagem especial para o sócio administrador, em prejuízo da sociedade.

³⁹ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, cit., p., 747

Outros, como FÁTIMA GOMES e COUTINHO DE ABREU⁴⁰, defendem uma solução de redução pelo tribunal, em processo de inquérito judicial iniciado a requerimento de qualquer sócio, mediante a aplicação analógica do artigo 255.º do CSC. Igualmente nesta hipótese, o carácter excessivo da remuneração será aferido em função do trabalho prestado pelo administrador e a situação da sociedade.

Facilmente concluímos 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, seja ela dos acionistas ou do órgão de administração. Podemos retirar essa interpretação, do disposto no artigo 9.º, n.º3 do CSC, assim se os direitos dos acionistas são inderrogáveis por deliberação dos mesmos, a não ser que o contrato de sociedade assim o determine, por maioria de razão, não podem ser derogados por mera deliberação do conselho de administração, salvo expressa permissão legal ou estatutária.

a. O Princípio “Say on Pay”

A designação *say on pay* cobre genericamente todas as normas jurídicas que permitam, promovam ou obriguem a política de remunerações societária, ou uma declaração a esta relativa, a ser submetida a um voto expresso em Assembleia Geral, com uma periodicidade pré-determinada, em regra anual”.⁴¹

Esta recente tendência teve início no Reino Unido, pela reforma de 2002, através da estatuição obrigatória do voto acionista sobre o *Directors Report on Remuneration*, enquanto mecanismo para assegurar a transparência (*disclosure*) exigida no âmbito da proposta *Compensation Discussion and Analysis* (CD&A).⁴²

⁴⁰ Vide, FÁTIMA GOMES, *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, cit., p.384-386

⁴¹ Vide., PAULO CÂMARA, in *Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, cit., p.6

⁴² “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);

No entanto, é a Lei nº 28/2009, de 19 de Junho⁴³ que o consagra definitivamente, intensificando a influência dos acionistas no processo de fixação da remuneração dos administradores ao estabelecer para todas entidades de interesses público⁴⁴, o dever de submeter, anualmente, à aprovação da Assembleia Geral um documento sobre a política de remuneração dos titulares dos órgãos de administração e fiscalização.

As justificações oficiais para o *say on pay* baseiam-se no facto de a promoção de maior controlo pelos acionistas do processo de fixação de remunerações ter como escopo uma maior adequação entre a remuneração e o desempenho (*pay for performance*), captando e fidelizando os gestores talentosos, evitando remunerações excessivamente altas que contribuam para uma erosão do património societário e cultivando um alinhamento de interesses entre os administradores e os interesses de longo prazo da sociedade, mediante uma estrutura de incentivos equilibrada. Não é, naturalmente, garantido que o *say on pay* salvguarde o cumprimento de todos estes objetivos, ou sequer a maioria deles, mas em todo o caso é lícito supor que um voto informado nesta matéria possa servir de filtro impeditivo de algumas anomalias mais evidentes⁴⁵.

⁴³ Bastante crítico desta solução PAULO CÂMARA, in *Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, cit., p.6., *O legislador português escolheu uma Lei da Assembleia da República, enxertada num diploma sobre disciplina sancionatória financeira, para tratar o tema do dever de aprovação de documento sobre política de remunerações. Trata-se de uma opção a vários títulos censurável. Não há, de um lado, qualquer afinidade de matérias que justifique arrumar sistematicamente esta matéria no âmbito do regime sancionatório do sistema financeiro. A assimilação do tema remuneratório ao das sanções, é inadequada, ao revelar uma pré-compreensão patológica daquela matéria.*

⁴⁴ O âmbito legislativo do regime não atinge as entidades em relação de grupo com as mencionadas diretamente pela lei. Assim, deixa-se de fora do diploma o caso das remunerações complementares pagas por outras sociedades do grupo, de tipo diferente das listadas no artigo 2.º, n.º2 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, em que o administrador também preste funções.

⁴⁵ Neste sentido, PAULO CÂMARA, in *Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória*, cit., p.8-9

b. Conteúdo e natureza da declaração sobre a política de remunerações

Como já se verificou, essa política de remunerações visa adequar a retribuição pelo desempenho de certos cargos sociais à respetiva complexidade e responsabilidade, tendo em conta as disponibilidades ou capacidade económica das sociedades.

Cumprе sublinhar o facto de que a obrigação que a lei estabelece consubstancia um verdadeiro e próprio dever de apresentação de um documento sobre política de remunerações, em sentido técnico. De resto, a violação das obrigações descritas (submissão à assembleia geral da declaração sobre política de remunerações e divulgação da mesma) constitui um ilícito contraordenacional, sendo aplicáveis as coimas correspondentes às contraordenações de maior gravidade, conforme resulta do artigo 4.º da Lei 28/2009.

De acordo com este sistema, o voto dos acionistas, que é meramente consultivo, funciona como um voto de confiança relativamente ao trabalho desenvolvido pelas comissões de remuneração, 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 acionista. O voto negativo representa um voto de não confiança na política remuneratória e na própria comissão de remunerações⁴⁶.

Neste sentido, cumprе 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 acionistas.

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

⁴⁶ *Idem*, p., 14

aprovação da mesma, não sujeita a política de remuneração propriamente dita a uma aprovação necessária pela Assembleia Geral.

Assim, segundo PAULO CÂMARA, *se na assembleia geral, a declaração sobre política de remuneração não merecer aprovação por parte da maioria dos acionistas, tal não afeta a competência das comissões de remunerações na determinação da prestação remuneratória dos membros dos órgãos sociais. Se resultar um sentido unívoco da reprovação acionista, tal deve ser tido em conta pelas comissões de remunerações; porem, tal pode não suceder. Aliás, dada a natureza da declaração sobre política remuneratória (que não constitui, afinal, a política remuneratória em si mesma), o mais provável é não ser possível extrair um sentido juridicamente decisivo da sua não aprovação*⁴⁷. Neste quadro, as comissões de remunerações, devendo embora obediência às deliberações dos sócios, enquanto comissão delegada da assembleia geral, mantêm, mesmo em caso de reprovação da declaração emitida ao abrigo da Lei n.º 28/2009, um elevado poder de conformação das prestações remuneratórias.

A Lei n.º 28/2009 veio, deste modo, alterar o sistema de competências no âmbito da fixação da remuneração dos administradores executivos. Assim, este diploma legal 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 acionistas⁴⁸.

⁴⁷ Vide, PAULO CÂMARA, in *Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória*, cit., p.8

⁴⁸ Um outro elemento perturbador no desenho da política remuneratória em consonância com os interesses de longo prazo das sociedades e com os objetivos plurianuais da gestão, prende-se com a periodicidade anual da política remuneratória. Com efeito, a política remuneratória é usualmente desenhada para o mandato de cada administração, em regra a prolongar-se por um triénio. Assim, a cedência anual de submissão da declaração sobre política remuneratória à Assembleia Geral acaba por resultar em contradição com a visão plurianual pretendida pela Lei n.º 28/2009. Segundo as palavras de PAULO CÂMARA, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, cit., pp., 185., “ a autonomia aqui revelada, gera um sistemático embaraço aplicativo por parte das Sociedades cotadas e pode contribuir para uma discussão no seio da Assembleia mais superficial sobre as políticas remuneratórias”.

Neste sentido, PAULO CÂMARA entende que deve ser levado a cabo um esforço de delimitação do conteúdo da declaração⁴⁹, sobre a política de remunerações para que se consiga uma correta 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 objetivos 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*⁵⁰.

PAULO OLAVO CUNHA refere que, se existir rejeição ou não aprovação da proposta relativa à política de remunerações submetida à apreciação dos acionistas, tal não prejudica as remunerações fixas que lhes sejam determinadas por esta comissão, nem tao pouco prejudica “a decisão dessa comissão sobre a atribuição da componente variável do exercício encerrado”. Contudo, entende que “enquanto não for aprovado o critério e que há-de obedecer o pagamento dessa remuneração, os administradores ficam sem direito à mesma”⁵¹.

Já antes se estabeleceu que o objeto da deliberação da assembleia geral é uma declaração sobre a política de remunerações e não a política de remunerações em si mesma⁵². Assim,

⁴⁹ Sugere PAULO CÂMARA, in “Say on Pay”, cit., pp. 9: como forma de resolução do referido paradoxo, uma interpretação restritiva do conteúdo da declaração como sendo limitado à mera enunciação dos objetivos da política remuneratória, sem se referir ao quantum. E nesta perspetivai, a própria administração (e, em especial, os administradores não executivos e independentes) poderia dispor da sua vantagem informativa para determinar os critérios mais adequados à otimização da relação entre a estrutura remuneratória (*maxime*, a componente variável) e a avaliação do desempenho.

⁵⁰ Considera ainda que esta nova disciplina “não garante mas propicia uma sintonia mais afinada entre o quantum remuneratório e a avaliação do desempenho”, Cfr. PAULO CÂMARA, in “Say on Pay”, cit., pp. 10

⁵¹ Neste sentido., PAULO OLOVA CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., p. 745

⁵² Neste campo, não podemos deixar de referir a construção feita por FÁTIMA GOMES, *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, cit., p. 386: 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”. Relativamente ao

tal declaração deve conter informação sobre: os mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade; os critérios de definição da componente variável da remuneração; a existência de planos de atribuição de ações ou de opções de aquisição de ações por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização; a possibilidade de o pagamento da componente variável da remuneração, se existir, ter lugar, no todo ou em parte, após o apuramento das contas de exercício correspondentes a todo o mandato; os 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, (artigo 2.º, n.º3, alíneas b), d) e e) da Lei n.º 28/2009).

A política de remunerações, bem como a declaração que se lhe refira, assumem assim natureza diversa. Podemos concluir que não estamos perante um documento descritivo, mas contém sobretudo um enunciado de intenções e de orientações, para aplicação futura. Parece seguro concluir que a política de remunerações se confina ao enunciado dos objetivos da política remuneratória e à explicitação da sua estrutura, nos pontos referidos, sem contudo interferir na concreta fixação da prestação remuneratória.

Cabe referir, por último, e seguindo o entendimento de PAULO CÂMARA⁵³, os acionistas, ainda que majoritários, estão impedidos de submeter à votação da assembleia geral, autonomamente, uma política de remunerações. *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 objeto de normas legalmente típicas, que não comportam extensão por via regulamentar.*

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. “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 acionistas, 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 acionistas”.

⁵³ Vide., PAULO CÂMARA, *Say on Pay*, cit., p. 17

Finalmente, o fundamento do *say on pay* depende também da estrutura acionista típica de cada ordenamento jurídico⁵⁴. Nas situações em que a estrutura acionista é bastante fragmentada e a propriedade do capital é dispersa, a deliberação acionista 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 acionista e por participações e investidores qualificados, como é a realidade societária portuguesa, assinala-se um menor impacto do voto acionista em matéria de remuneração uma vez que os investidores conseguem, mais facilmente, exercer influência sobre o órgão de administração⁵⁵.

c. O dever de divulgação e informação das políticas de remuneração

O mesmo diploma em apreço determinou ainda, um dever de divulgação pública anual do montante da remuneração auferido pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, de forma agregada e individual⁵⁶ (artigo 2.º, n.º1 da Lei n.º 28/2009).

Embora, ao contrário do que sucede com o regime deliberativo, o enunciado da lei se refira aqui à política de remunerações e não à declaração sobre a mesma, deve inferir-se que é a declaração aprovada na assembleia geral que se sujeita a publicação.

Permite-se, deste modo, que os acionistas avaliem mais rigorosamente a relação entre remuneração e o nível de desempenho, bem como se possibilita a verificação da repartição interna da remuneração entre os titulares do órgão de administração.

⁵⁴ *Idem.*, p., 9

⁵⁵ Para mais desenvolvimentos na distinção entre sociedades com sistema de titularidade de capital disperso e sociedades de capital concentrado., Cfr., FÁTIMA GOMES., in *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, cit., p.366

⁵⁶ De acordo com JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e Acionistas*, cit., p., 281., “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?”.

Além disso, em relação às empresas financeiras, pode por esta via ser facultado o conhecimento dos riscos inerentes aos esquemas remuneratórios, que podem ter um círculo de interessados mais amplo. Tal apenas se atinge se e na medida em que o documento assuma natureza analítica, com uma discussão apropriada da estrutura dos esquemas de incentivos em vigor e da sua articulação com os objetivos de longo prazo da sociedade.

A divulgação de informação vem reforçar o papel dos acionistas no controlo de alguns problemas de agência relacionados com o oportunismo dos gestores na medida em que proporciona, em sede de assembleia geral, um debate mais esclarecido e preparado relativamente ao alinhamento da remuneração com o desempenho, à estrutura de incentivos e aos riscos envolvidos, à sua adequação aos objetivos de longo prazo da sociedade e à repartição interna da remuneração entre os administradores.

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 acionistas e investidores, da política remuneratória seguida pela sociedade.

Neste sentido, concordamos com a opinião de PAULO CÂMARA⁵⁷ quando refere que o principal fundamento para o *say on pay* assenta na “promoção de maior controlo pelos acionistas 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.

De acordo com o autor, a troca de informação é atingida através da submissão da política de remuneração a uma discussão e aprovação pelos acionistas e o efeito legitimador explica-se pelo “escrutínio que é facultado aos titulares das participações sociais quanto a um aspeto 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 acionistas.

⁵⁷ Neste sentido, JORGE ANDRÉ CARITA SIMÃO, *Conflito de interesses e governo das sociedades*, cit., p. 49

Capítulo V. A Responsabilidade pela determinação da Remuneração – Breve Análise

Em termos jurídicos, os administradores têm o poder de gerir ou de administrar e ainda o poder de representar a sociedade. Este é um direito potestativo e não um “dever”, caracterizando-se como situações jurídicas absolutas, *não originando quaisquer direitos correspondentes por parte da sociedade*.⁵⁸

Nos termos do artigo 64.º, n.º1, alínea b), com a redação dada pelo DL n.º 76-A/2006, os administradores devem agir “no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”, referindo-se expressamente ao “interesse da sociedade”, privilegiando os interesses de longo prazo dos sócios, para além de atender aos interesses de outros *stakeholders*⁵⁹, em particular os dos trabalhadores.

Esta contraposição exprime uma graduação de interesses a atender na gestão societária. Com efeito, segundo PAULO CÂMARA⁶⁰, a lei distingue duas categorias de interesses: *1) o interesse primário a que o administrador deve obediência; e 2) os interesses secundários que devem apenas ser ponderados. Apenas o primeiro deve ser considerado, summo rigore, interesse social*. Assim, o legislador pretendeu indicar que quando se mostre em conflito com o interesse dos restantes *stakeholders*, é o interesse de longo prazo dos sócios que deve prevalecer.

⁵⁸ Neste sentido, ANTÓNIO MENEZES COREDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, I, Almedina, Coimbra, 2010, op, cit., p. 791: “(...) a administração é um direito potestativo: traduz a permissão normativa que os administradores têm de decidir e de agir, em termos materiais e jurídicos, no âmbito dos direitos e dos deveres da sociedade. Embora se trate de um direito, os administradores são autónomos, ou teriam de ir procurar a administração noutra instância, é um direito funcional ou fiduciário: os administradores devem observar regras e agir na base da lealdade”

⁵⁹ Neste sentido, JOSÉ FERREIRA GOMES, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, cit., pp. 264, relativamente à nova formulação do artigo 64.º, na redação dada pelo DL n.º 76-A/2006.

⁶⁰ Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Conflito de interesses (...)*, cit., p. 59

Isto ocorre porque os sócios são investidos no poder de voto que determina coletivamente a conformação dos estatutos e, direta ou indiretamente, a eleição dos titulares da administração; e são os sócios que suportam o risco da empresa, sendo reembolsados, em caso de liquidação da sociedade, apenas após o pagamento aos credores. Tudo somado, é perceptível que a primazia dos titulares das participações sociais favorece mais diretamente o interesse da sociedade, o que apresenta benefícios para os restantes *stakeholders* e para a economia em geral.

Deste modo, os administradores das sociedades como seus deveres fundamentais devem observar, *deveres de cuidado*, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado⁶¹ e *deveres de lealdade*, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

Posto isto, situações haverá em que os administradores deverão ser responsabilizados pelos comportamentos que adotam com vista a verem aumentada a respetiva remuneração. Isto porque, quando não seja da sua competência a fixação da mesma, podem, através da assunção de riscos excessivos, de estratégias de curto prazo que sacrificam a sustentabilidade da empresa, de manobras contabilísticas e da manipulação do preço das ações, influenciar o aumento da componente variável da sua remuneração.

Sucedem tais condutas, porque violadoras dos deveres a que os administradores se encontram adstritos (não só dos deveres gerais de cuidado e lealdade, mas também de deveres específicos), são suscetíveis de, ponderadas casuisticamente e reunidos os demais pressupostos da responsabilidade, originar a responsabilização dos seus autores.

⁶¹ Neste sentido, COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos Administradores de Sociedades*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Cadernos n.º 5, 2.ª Edição, Almedina, 2010, cit., p., 20: *Os administradores, tendo de empregar no exercício das suas funções a “diligência de um gestor criterioso e ordenando”, têm ainda o dever de tomar decisões (substancialmente) razoáveis (...) o administrador não viola o dever de tomar decisões razoáveis se escolhe, não a melhor solução, mas uma das soluções compatíveis com o interesse da sociedade. O administrador viola aquele dever se ultrapassar o âmbito da discricionariedade empresarial, se optar por alternativa que não integra o conjunto das decisões razoáveis (...) diremos que os administradores estão obrigados a: i) não dissipar (ou esbanjar) o património social; ii) evitar riscos desmedidos.*

Deste modo, o artigo 64.º, ao conter os critérios gerais de ação dos gestores permite aferir a licitude ou ilicitude dos seus atos, dos seus comportamentos⁶². Na concretização da responsabilidade civil dos gestores, consideramos que o artigo 64.º é fundamento autónomo de responsabilidade, sendo também relevante para a avaliação de justos motivos para a destituição dos administradores. Os factos desrespeitadores dos deveres de cuidado que se descobrem na norma são ilícitos e, são culposos se a diligencia nela prevista não é observada.

O artigo 72.º do CSC constitui a sede do regime jurídico da responsabilidade civil dos gestores perante a sociedade por atos ou omissões ilícitos, culposos e danosos que pratiquem no exercício da gestão.

Neste domínio, seguindo a posição de PEDRO PAIS DE VASCONCELOS⁶³ e com a qual seguimos de perto, o autor defende que a relação entre os gestores e a sociedade é de natureza contratual, já que tal decorre do contrato de sociedade e do contrato de gestão. Desde logo, na sua opinião, o artigo 72.º, n.º1 do CSC estatui nesse sentido, uma vez que os gestores são responsáveis salvo se provarem que atuaram sem culpa. Este regime de presunção de culpa é característico da responsabilidade civil contratual.

A relação que liga o gestor à sociedade é de cariz contratual e contém-se nos estatutos e no contrato de gestão. Assim, nesta modalidade de responsabilidade civil constitui regra a presunção de culpa, tal como está nos artigos 798.º e 799.º do Código Civil. Provada a violação dos deveres de gestão pelo gestor, é sobre ele que recai o ónus de alegar e provar que a sua conduta não foi culposa.

Deste modo, verificando-se os pressupostos da responsabilidade civil: ilicitude, culpa, dano e nexos de causalidade entre o facto ilícito e culposos e o dano, os administradores respondem civilmente perante a sociedade, nos termos do artigo 72.º, n.º1 do CSC.

No entanto, quando esteja em causa o desrespeito pelo dever de cuidado, mais precisamente pelo dever de tomar decisões (substancialmente) razoáveis, poderá intervir a conhecida *business judgment rule*. Diz-nos o artigo 72.º, n.º2 do CSC que a

⁶² Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais*, in *Direitos das Sociedades em Revista*, Ano 1, Vol.1, 2009., pp. 19-21

⁶³ *Idem.*, p., 20

responsabilidade é excluída se o administrador “provar que atuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial”.

VI. Conclusão

A remuneração dos administradores é uma peça fundamental para se garantir que, por um lado, se consigam captar e fidelizar gestores com talento (através de uma remuneração adequada e justa) e, por outro, se evitem remunerações excessivamente altas, de tal forma que se origine uma erosão do património societário. A separação entre os acionistas e os administradores é uma das características relevantes das grandes empresas nos países desenvolvidos, provocada sobretudo pelo facto de as empresas por ações permitirem uma maior dispersão do risco entre investidores e, deste modo, uma maior captação de fundos para investir.

É necessário ter presente que numa economia aberta, as remunerações se devem orientar pelas regras de mercado e, os acionistas devem fixar as condições remuneratórias que considerem adequadas ao tipo e complexidade de funções assumidas por um administrador de determinada empresa.

Quando não haja coincidência entre a direção efetiva da empresa e o risco do capital, os administradores não devem pretender ser tão bem pagos como se fossem verdadeiros acionistas. Em alguns casos, as remunerações poderão afigurar-se excessivas, já que o risco do capital não é dos administradores, mas sim apenas e só dos acionistas.

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, pretendeu alargar a participação dos acionistas às questões remuneratórias, e deste modo tornar o papel dos acionistas mais ativo na sua determinação.

Deste modo, e apesar de algumas críticas apontadas na presente dissertação, a influência da política de remunerações dos administradores na *corporate governance* foi determinante e a mesma conduziu à imposição de vários deveres de constituição e manutenção, em termos adequados e eficazes, de controlo interno e de controlo de cumprimento, nomeadamente, ao nível da constituição de comissão de remunerações, da elaboração de uma declaração sobre política de remuneração, da divulgação de informação no processo decisório da remuneração, e na possibilidade de designar membros independentes nos órgãos sociais, o que se revelou um instrumento legislativo e recomendatório de grande importância na prevenção e adequação de conflito de interesses.

Consideramos, assim, essencial o desenvolvimento de mecanismos nas empresas que permitam o alinhamento das remunerações com o interesse dos acionistas 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 governos societário sobre a fixação dos pacotes remuneratórios do órgão de administração, passíveis de efetivo cumprimento e que não estimulem a assunção de riscos excessivos como forma de promover a componente variável da remuneração, associada a complexos esquemas de incentivos.

VII. Bibliografia

ABREU, J. M. COUTINHO DE

Código das Sociedades Comerciais em Comentário, vol. VI (Artigos 373º a 480º), coord. por JORGE M. COUTINHO DE ABREU, IDET, Almedina, Coimbra, 2013;

Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social in Reformas do Código das Sociedades, IDET, colóquios n.º 3, Almedina, Coimbra, 2007;

Governança das Sociedades Comerciais, 2.ª ed., Almedina, 2010.

Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades in IDET, Cadernos n.º 5, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010;

BEBCHUK, LUCIAN/ FRIED, JESSE

Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation in Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, 2004.

CÂMARA, PAULO

A Comissão de Remunerações in Revista de Direito das Sociedades, Ano III, n.º1, Almedina, 2011;

A designação de administradores, Almedina, Coimbra, 2015;

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

Código das sociedades comerciais e governo das sociedades, Lisboa, Almedina, 2008;

Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, 2009;

O Código do Governo das Sociedades Anotado, 2012, Almedina;

“Say on pay”: *o dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral* in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano I, n.º 2, Abril – Junho 2010.

CALVIN, H. JOHNSON,

Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Ide (October 2003). U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 003.
<http://ssrn.com/abstract=474362>

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES

Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades in ROA, ano 66, II, Setembro 2006, Lisboa;

SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais, Almedina, Coimbra, 2009.

CORREIA, LUÍS BRITO

Admissibilidade de remuneração variável de um gerente de sociedade por quotas, *Direitos das Sociedades em Revista*, Ano 1, Vol.2, Almedina, Coimbra, 2009.

CUNHA, PAULO OLAVO

Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: Primeira Reflexão, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol.4, Almedina, Coimbra, Setembro, 2010;

Direito das Sociedades Comerciais, 5.^a ed., Almedina, Coimbra, 2012.

ENRIQUES, LUCA/ VOLPIN, PAOLO

Corporate Governance Reforms in Continental Europe in Journal of Economic Perspectives, vol. 21, n.º 1, 2007.

FRADA, ANA RAQUEL

A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas: Tutela Preventiva e Medidas “ex post”, Porto, 2011.

FERREIRA, BRUNO

A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto Estratégias de Corporate Governance. Implicações da Reforma do Código das Sociedades Comerciais in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 31, Agosto de 2008.

GARRON, FRÉDÉRIC

La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales in Revue des Sociétés, n.º 4, Outubro/ Dezembro 2004, 795-823.

GIÃO, JOÃO SOUSA

Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores in VVAA, Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro, Almedina, Coimbra, 2010.

GOMES, FÁTIMA

O direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, 2011.

Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular in I Congresso DSR, Almedina, Coimbra, 2011.

GORDON, JEFFREY N

Executive compensation: if there is a problem, what's the remedy? The case for "Compensation Discussion and Analysis" in Columbia Law School, ECGI, The Journal of Corporate Law, Working Paper n.º 273, 101-130, disponível em <http://ssrn.com/abstract=686464> .

GUEDES, INÊS ERMIDA DE SOUSA

A Remuneração dos Administradores. Perspetiva a partir da crise de 2008, Almedina, Coimbra, 2011.

JENSEN, MICHAEL C./ MURPHY, KEVIN J./ WRUCK, ERIC G.

Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them in ECGI, Finance Working Paper n.º 44/2004, 1-99, disponível em <http://ssrn.com/abstract=561305>

MUSAALI, MIRIAM

Directors Remuneration, Who Should Decide?, Janeiro 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407389>

NASCIMENTO, RAQUEL SOFIA PEREIRA DO

A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: o Caso Português in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 32, Abril de 2009, 73-93.

NUNES, PEDRO CAETANO

Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas, Almedina, Coimbra, 2001.

OLIVEIRA, ANTÓNIO FERNANDES DE

Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 19, Dezembro de 2004, 28-44.

Responsabilidade Civil dos Administradores in VVAA, Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2008.

PAZ-ARES, CÁNDIDO

El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos, in InDret, n.º 1, 2008, Barcelona, 1-74, disponível em http://www.indret.com/pdf/522_es.pdf .

SILVA, PAULO PEREIRA DA

Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e Desempenho das Empresas in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 33, Agosto de 2009.

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);

TUSQUETS TRIAS DE BES, FRANCISCO

La Remuneracion de los Administradores de las Sociedades Mercantiles de Capital, Civitas, Madrid, 1998.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE

Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais in DSR, ano 1,
vol. 2, Março 2009, Almedina, Coimbra.