

1 2 9 0



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Beatriz Ribeiro Jacques de Sousa

**A REMUNERAÇÃO DOS  
ADMINISTRADORES EXECUTIVOS À LUZ  
DA NOVA DIRETIVA DOS DIREITOS DOS  
ACIONISTAS DAS SOCIEDADES COTADAS  
[DIRETIVA (UE) 2017/828]**

VOLUME 1

Dissertação no âmbito do Mestrado Científico na área de Ciências Jurídico-  
Empresariais/Menção em Direito Empresarial, orientada pelo Professor  
Doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu e apresentada à Faculdade de  
Direito da Universidade de Coimbra.

Outubro de 2020



FACULDADE DE DIREITO  
UNIVERSIDADE DE  
**COIMBRA**

**A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES EXECUTIVOS À  
LUZ DA NOVA DIRETIVA DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS DAS  
SOCIEDADES COTADAS [DIRETIVA (UE) 2017/828]**

**THE EXECUTIVE DIRECTORS' REMUNERATION UNDER THE SCOPE OF THE SHAREHOLDER  
RIGHTS DIRECTIVE II [DIRECTIVE (EU) 2017/828]**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do  
2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização  
em Ciências Jurídico-Empresariais/Menção em Direito Empresarial

**Beatriz Ribeiro Jacques de Sousa**

**Orientador: Prof. Dr. Jorge Manuel Coutinho de Abreu**

**Coimbra, 2020**

## **Agradecimentos**

Tendo este sido um ano particularmente desafiante, sinto que não poderia deixar de agradecer àqueles que, de um modo ou outro, “amorteceram” e me apoiaram no percorrer desta etapa.

Ao Prof. Dr. Coutinho de Abreu, pela crescente inspiração, que começou quando apenas lia as suas obras durante a licenciatura, passando pela honra de poder testemunhar a sua maestria nas aulas de Direitos das Sociedades ao longo do Mestrado, e culminando no acompanhamento desta dissertação.

Aos amigos de sempre, é um orgulho observar a forma como crescemos, cada um no seu caminho, sem nunca deixarmos de nos acompanhar. Foram cruciais todos os momentos em que “desliguei o chip” e simplesmente desfrutei da vossa amizade. Que nunca acabe, mesmo!

À Margarida e à Mariana, por terem sido o meu braço direito e o meu braço esquerdo, por me fazerem acreditar em mim e por tanto me ajudarem sem nada pedir em troca. Por serem o verdadeiro significado da palavra amizade.

Ao Sérgio, porque se não tenho sempre o coração nas mãos é porque muitas vezes ele está a ser cuidado nas dele.

À minha família, por serem a minha base e o meu apoio.

Ao meu irmão, porque é impossível sequer imaginar um melhor do que ele.

À minha mãe, pelo amor incondicional, pelas precauções e caldos de galinha, pela preocupação e pelo abraço amigo.

Ao meu pai, por ser o melhor exemplo de responsabilidade, ética, dedicação e sensatez que podia ter para me guiar não só na vida, como também no meu ainda curto percurso pelas ciências e práticas jurídicas. Obrigada por me deixares dar os meus próprios passos, me ajudares a manter os pés na terra, pela confiança que demonstras em mim e por me mostrares que consigo.

## Resumo

No início do séc. XXI, pudemos assistir a crises com repercussões financeiras, cuja origem vem a ser atribuída, pelo menos de forma indireta, a matéria de remunerações dos administradores executivos e aos “problemas de agência” que à sua voltam orbitam, com particular expressão no caso das sociedades cotadas.

Assim, o debate relativo a esta temática tem sido crescentemente intensificado e escrutinado, sendo esta considerada uma das matérias mais relevantes no contexto das boas práticas de *corporate governance*.

As soluções apontadas no plano europeu (e não só), têm volvido em torno da atribuição de um papel de maior relevo aos acionistas das sociedades, prevenção da assunção de riscos excessivos por parte dos administradores, procura por políticas remuneratórias que respeitem princípios de sustentabilidade e com objetivos de longo prazo e melhorias na prestação de informação aos acionistas e aos mercados.

Mais recentemente, as alterações introduzidas pela Diretiva (UE) 2017/828 (Diretiva dos Direitos dos Acionistas II ou DDA II) vieram solidificar e reforçar essas intenções do legislador europeu no que diz respeito às sociedades com sede social num Estado-membro, que sejam emitentes de ações admitidas à negociação num mercado regulamentado, situado ou em funcionamento num Estado-membro.

Nesta dissertação, iremos analisar as querelas em torno da remuneração dos administradores executivos, e as propostas apresentadas pela nova Diretiva dos Direitos dos Acionistas das sociedades cotadas, assim como a respetiva transposição para o ordenamento jurídico português.

Palavras chave: Diretiva (EU) 2017/828, conflito de interesses, sustentabilidade, remuneração, *say on pay*, problemas de agência, *corporate governance*, responsabilidade, controlo, direitos dos acionistas

## Abstract

At the beginning of the 21st century, we witnessed crises with financial repercussions, the origin of which has been attributed, at least indirectly, to the matter of executive directors' remuneration and to the agency problems that revolve around it, with particular expression in the case of listed companies.

Thus, the debate about these issues, has been increasingly intensified and scrutinised, this being considered one of the most relevant matters in the context of good corporate governance practices.

The solutions pointed out by (not only) the European legislator have been focused on the attribution of a more significant role to the shareholders, the prevention of excessive risk assumptions taken by the directors, incentives on remuneration policies that respect principles of sustainability and long-term objectives, and improvements when it comes to the information provided to the shareholders and to the market.

Recently, the alterations introduced by Directive (EU) 2017/828 (Shareholder Rights Directive II or SRD II) have solidified and reinforced these intentions of the European legislator when it comes to companies which have their registered office in a Member State and the shares of which are admitted to trading on a regulated market situated or operating within a Member State.

This paper aims to analyse the quarrels around the remuneration of executive directors, and the solutions presented by the SRD II to listed companies, as well as its transposition to the Portuguese legal system.

Key words: Directive (EU) 2017/828, conflict of interest, sustainability, remuneration, *say on pay*, agency problems, *corporate* governance, accountability, control, shareholders rights

## **Siglas e abreviaturas**

Ac. – Acórdão

AG – assembleia geral

al. - alínea

art. – artigo

CAE – conselho de administração executivo

CC – Código Civil

CE – Comissão Europeia

CEE – Comunidade Económica Europeia

CGS – conselho geral e de supervisão

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

coord. - coordenação

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DDA – Diretiva dos Direitos dos Acionistas (Diretiva 2007/23/CE)

DDA II – Diretiva dos Direitos dos Acionistas II (Diretiva (UE) 2017/828)

e. g. — *exempli gratia*

EIP – Entidade de Interesse Público

EUA – Estados Unidos da América

i.e. — *id est*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

PME – Pequenas e Médias Empresas

RDS – Revista de Direito das Sociedades

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

SA – Sociedade anónima

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

UE – União Europeia

Vol. – Volume

<b>Índice</b>	
<b>Agradecimentos</b> .....	3
<b>Resumo</b> .....	4
<b>Abstract</b> .....	5
<b>Siglas e abreviaturas</b> .....	6
<b>I – Introdução</b> .....	10
<b>II – Enquadramento: Os modelos de governação e a competência e critérios para a fixação de remuneração em Portugal</b> .....	12
<b>II. b) Critérios de fixação da remuneração e suas componentes</b> .....	18
<b>III A importância da questão da remuneração dos administradores executivos no seio da <i>corporate governance</i></b> .....	21
<b>IV. Principais problemas relacionados com as políticas remuneratórias</b> .....	24
<b>IV. a) A remuneração dos administradores enquanto problema de agência – eventual fonte de conflito de interesses</b> .....	24
<b>i) O interesse social</b> .....	24
<b>ii) O problema de agência</b> .....	28
<b>IV. b) Dificuldade de reação perante a atribuição de remuneração excessiva (medidas <i>ex post</i>)</b> .....	31
<b>V. O <i>say on pay</i> e a sua evolução</b> .....	39
<b>VI. A Diretiva dos Direitos dos Acionistas 2007/36/CE e a sua transposição para o ordenamento jurídico nacional – breve abordagem</b> .....	47
<b>VII - Novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e substituição do Código da CMVM</b> .....	50
<b>VIII - A Nova Diretiva Dos Direitos dos Acionistas [(UE) 2017/828]</b> .....	56
<b>VIII. a) Âmbito de aplicação</b> .....	57
<b>VIII. b) Enquadramento geral dos seus objetivos</b> .....	57
<b>i) Importância da identificação dos acionistas para o exercício dos seus direitos</b>	59



ii) O papel da informação e da transparência .....	61
<b>IX. Análise das alterações que propõe ao nível da Remuneração dos órgãos de administração e fiscalização.....</b>	<b>66</b>
IX. a) A necessidade de um maior envolvimento na política remuneratória, por parte dos acionistas .....	73
IX b) O objetivo de sustentabilidade, os objetivos de longo prazo e o <i>pay for performance</i> .....	81
IX c) - Divulgação da política de remuneração .....	85
<b>X- Transposição da Diretiva para o ordenamento jurídico nacional e suas consequências .....</b>	<b>89</b>
<b>XI - Conclusão .....</b>	<b>111</b>
<b>Jurisprudência .....</b>	<b>128</b>
<b>Notícias consultadas <i>online</i>: .....</b>	<b>128</b>
<b>Comunicações, Regulamentos, Recomendações e Diretivas da UE, .....</b>	<b>128</b>
<b>Legislação, Regulamentos e Recomendações nacionais: .....</b>	<b>130</b>

## **I – Introdução**

A remuneração dos administradores executivos das sociedades anónimas, e em particular das sociedades cotadas<sup>1</sup>, é um tema que levanta muitas e relevantes questões, alvo de vasta interpretação e discussão.

Alguns dos pontos mais importantes no que concerne a esta temática passam pelos critérios a ter em conta aquando da definição da política de remuneração dos administradores, a possibilidade de conflito de interesses no momento da fixação do valor da remuneração, o respeito pelos objetivos de longo prazo e sustentabilidade da sociedade, o incentivo a um maior envolvimento dos acionistas na definição da política de remuneração a adotar pela sociedade, e a divulgação das remunerações.

Crê-se, assim, necessário e pertinente um estudo mais aprofundado relativamente a esta matéria que, apesar de ter estado sob particular escrutínio aquando da crise socioeconómica e financeira de 2007/2008, não parece estar descontextualizada ou ultrapassada, tendo a sua discussão sido ressuscitada com a publicação da Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017, (doravante, Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, Nova Diretiva ou DDA II), que veio alterar a Diretiva 2007/36/CE (Diretiva de 2007 ou DDA), implementando maiores incentivos à participação dos acionistas e exigências de mais transparência e partilha de informação, no respeitante (entre outras matérias) à definição da política de remuneração dos administradores das sociedades cotadas.

Antes de encetar pelo exame da DDA II, começaremos por explicar questões prévias essenciais para a compreensão do tema, desde as normas legais aplicáveis ao modo como são fixadas as remunerações dos administradores executivos das sociedades anónimas<sup>2</sup> em Portugal, passando por saber que órgãos têm essa competência e quais os critérios que se devem ter em conta no momento de decidir o montante a atribuir; referindo também o seu enquadramento no contexto da Governação das Sociedades.

---

<sup>1</sup> Durante todo o texto iremos, por razões de simplicidade, referir-nos por vezes a “sociedades cotadas”, fazendo-o com o mesmo sentido que “sociedades emitentes de ações admitidas a negociação em mercado regulamento”.

<sup>2</sup> Nas quais se inserem as sociedades cotadas.

De seguida, far-se-á referência aos vários problemas que têm surgido relativamente à remuneração dos administradores executivos, em particular os das sociedades cotadas, cuja dispersão de capital leva a uma maior dificuldade de alinhamento dos interesses dos administradores com os dos acionistas, sendo mais propícia a enfrentar os chamados “conflitos de agência”.

Posteriormente, perscrutaremos o percurso histórico do *say on pay* e da sua evolução, não deixando de referenciar a Diretiva dos Direitos dos Acionistas de 2007, de modo a dar a conhecer a Diretiva base que a DDA II veio alterar e, ainda, o Código de *Corporate Governance* do IPCG de 2018.

Aí chegados, passamos a examinar concretamente de que modo a Diretiva (UE) 2017/828 propõe ultrapassar os óbices relacionados com a remuneração dos administradores executivos das sociedades, quais os seus objetivos e consequências e quais as motivações que lhe estão por detrás.

Por fim, examinamos a lei da sua transposição para o nosso direito interno e quais as consequências que terá no ordenamento jurídico nacional e na vida societária, sem perder de vista algumas notas comparativas com a transposição noutros Estados-membros da UE.

Para o fim, deixamos as conclusões retiradas do estudo realizado.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Na realização da presente dissertação foi utilizado o novo Acordo Ortográfico. As exceções são as citações de obras que utilizem acordos ortográficos anteriores que, no sentido de manter a autenticidade da citação, optamos por manter de acordo com o escrito pelo seu/sua respetivo/a autor/a.

## **II – Enquadramento: Os modelos de governação e a competência e critérios para a fixação de remuneração em Portugal**

Em Portugal, a remuneração dos administradores é fixada, nas sociedades de sistema orgânico tradicional, assim como monístico, por deliberação dos acionistas ou por uma comissão de acionistas por estes nomeada para essa função, nos termos do artigo 399.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais (doravante, CSC).

Por seu turno, nos termos dos artigos 429.º e 444.º, n.º 1 do CSC, nas sociedades de sistema orgânico germânico, a remuneração dos membros do conselho de administração executivo é fixada pelo conselho geral e de supervisão ou por uma comissão deste conselho, ou, nos casos em que os estatutos sociais o prevejam, pela assembleia geral de acionistas ou comissão por esta nomeada.

A fixação de remuneração dos administradores por outras vias é nula, nos termos do artigo 56.º, n.º 1, al. d) do mesmo corpo legal de normas, dado que a competência se encontra fixada por norma imperativa.

O CSC, não impondo a obrigatoriedade de ser atribuída remuneração aos administradores, também não prevê a possibilidade da sua gratuidade.<sup>4</sup> No entanto, a mais insigne doutrina parece entender que é possível, caso esteja previsto nos estatutos sociais, que os administradores exerçam as suas funções a título gratuito, não parecendo haver razões para impedir que a sociedade exerça esse direito, se assim o entender.<sup>5</sup>

Contudo, os administradores executivos das sociedades cotadas, por norma, dada a especificidade, especialização e exigência das funções que exercem, são remunerados.

Caso se adote o modelo clássico, no que diz respeito às sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, a fiscalização terá de ser mais forte, sendo exercida pelo conselho fiscal e por revisor oficial de contas (ROC)

---

<sup>4</sup> Ao contrário, por exemplo, do que acontece relativamente ao conselho geral e de supervisão, prevendo expressamente o art. 440.º, n.º 1 do CSC que “na falta de estipulação contratual, as funções de membro do conselho geral e de supervisão são remuneradas.”

<sup>5</sup> Neste sentido, ABREU, J. M. Coutinho, “*Governança das Sociedades Comerciais*”, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 85; CORREIA, Luís Brito “*Os administradores das sociedades anónimas*”, Coimbra, Almedina, 1993, p. 566. Em sentido contrário, considerando que o estatuto não pode prever a gratuidade do exercício das funções dos administradores, RODRIGUES, Ilídio Duarte “*A administração das sociedades por quotas e anónimas – Organização e estatuto dos administradores*”, Lisboa, Petrony, 1990, p. 137.

ou sociedade de revisores oficiais de contas externo (que não seja membro do conselho fiscal), nos termos do art. 413.º, n.º 2, al. a) e n.º 1, al. b) do CSC.

Para além do ROC externo, deve também existir, dentro do próprio conselho fiscal, um membro independente, que tenha conhecimentos em auditoria ou contabilidade e formação adequada ao exercício das suas funções, de acordo com o previsto no art. 414.º, n.º 4 do CSC.

As sociedades cotadas com modelo clássico, têm assim, de ser constituídas pelo conselho de administração, com secretário e comissão executiva; conselho fiscal (composto por um mínimo de três elementos, devendo um pelo menos ter conhecimentos especializados) e, ainda um ROC autónomo, externo ao conselho fiscal, nos termos dos arts. 413.º, n.º 4 e 414.º do CSC.

No caso de se tratar de uma sociedade cotada que adote o modelo germânico, esta é composta por ROC e por conselho de administração executivo (CAE) (com mínimo de 2 membros, podendo apenas ter um administrador único, no caso de sociedades com capital social igual ou inferior a 200 mil euros), secretário da sociedade e conselho geral e de supervisão (CGS), com um mínimo de 2/3 membros (sempre superior ao número de membros fixado pela sociedade para o CAE), devendo fazer parte deste uma comissão para as matérias financeiras, nos termos dos arts. 278.º, n.º 4 e 444.º, n.º 2 do CSC (podendo ainda ser criadas outras comissões no seio do CGS, de acordo com o previsto no art. 444.º, n.º 1 do CSC).

Nos termos do art. 444.º, n.º 6 do CSC, no caso das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, os membros da comissão para as matérias financeiras devem, na sua maioria, ser independentes.

Já nas sociedades com modelo de governação anglo-saxónico, no âmbito do conselho de administração deve existir uma comissão de auditoria (composta por um mínimo de três membros, não podendo ter funções executivas, nos termos previstos pelos arts. 278.º, n.º 1, al. b), 423.º-B, n.ºs 2 e 3), devendo ainda haver um ROC, externo à comissão de auditoria (art. 278.º, n.º 1, al. b)).

Exige-se, ainda, para as sociedades cotadas e para as que cumpram os critérios referidos na al. a) do n.º 2 do artigo 413.º, que a comissão de auditoria deva incluir pelo

menos um membro que tenha curso superior adequado ao exercício das suas funções e conhecimentos em auditoria ou contabilidade e que, nos termos do n.º 5 do artigo 414.º, seja independente. Para além disso, de acordo com o n.º 5 do art. 423.º-B, a maioria dos membros dessa comissão devem ser também independentes.

O modelo anglo-saxónico foi apenas introduzido no CSC com a reforma de 2006, e tem vindo a facilitar a adaptação das sociedades portuguesas ao quadro jurídico internacional, permitindo a sociedades estrangeiras que participem significativamente em sociedades portuguesas replicar nestas, as suas próprias estruturas orgânicas.<sup>6</sup> Este modelo tem sido utilizado por bastantes sociedades cotadas em bolsa, desde a sua previsão no nosso CSC, apesar de a realidade ser também que algumas, após a sua adoção, retornaram a outros tipos societários.

Não obstante esta ser, conforme aprofundaremos, uma matéria propícia a conflitos de interesse entre os administradores e a sociedade, o administrador, quando seja também acionista, não está impedido de votar na deliberação de fixação da sua própria remuneração – não deixando, no entanto, de ter o dever de votar pondo de parte o seu próprio benefício pessoal e considerando o interesse da sociedade, em respeito dos deveres de cuidado e lealdade.

Sintetizando e recapitulando, no que diz respeito à fixação da remuneração dos administradores executivos, nos termos previstos no artigo 399.º do CSC, nas sociedades com estrutura monista ou tradicional, a assembleia geral pode nomear uma comissão com a função de fixar as remunerações dos administradores (e do conselho fiscal, *ex. vi* art. 422.º-A do CSC). Já nas de tipo germânico, a remuneração dos administradores pode ser fixada por uma comissão nomeada pelo conselho geral e de supervisão, enquanto que a remuneração deste conselho é fixada pela assembleia geral ou por comissão por esta designada (arts. 429.º e 440.º do CSC).

Pode então concluir-se que nas sociedades de tipo monista ou tradicional a remuneração é fixada sempre com alguma influência da assembleia geral (seja por deliberação ou por nomeação da comissão), enquanto que nas de tipo germânico esta influência é mais ténue, dado que a fixação de remuneração dos administradores compete ao

---

<sup>6</sup> Cunha, Paulo Olavo da “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 6.ª ed., Coimbra, Almedina, 2016, p. 770

conselho geral e de supervisão e a dos membros deste conselho compete à assembleia geral (ou a comissão por esta nomeada), salvo estipulação estatutária que atribua esta função à própria assembleia geral ou a comissão nomeada por esta.

No que se refere à comissão de remunerações, quando esta exista, a sua competência passa por apresentar propostas relativas à política de remuneração dos administradores executivos, fixação do seu valor e prestação de auxílio ao conselho de administração no que respeita à sua aplicação.

De modo a evitar a possibilidade de conflitos de interesses, é aconselhável que os membros destas comissões sejam independentes, devendo, de modo a garantir imparcialidade, afastar-se a hipótese de os próprios administradores fazerem parte destas comissões.<sup>7</sup> Os membros das comissões devem, outrossim, ter acesso a toda a informação necessária para se poderem pronunciar quanto ao desempenho dos administradores.<sup>8</sup>

Ao ser atribuída esta função a membros específicos de uma comissão (especialmente quando estes sejam independentes) é possibilitada uma melhor e mais objetiva avaliação dos elementos relevantes para definir a remuneração e afasta-se a hipótese de uma discussão mais sensível<sup>9</sup> e possivelmente não tão imparcial e eficaz, como aquela que seria tomada em deliberação de acionistas.<sup>10</sup>

Acresce ainda que os membros das comissões serão detentores de competências específicas e especializadas em matéria remuneratória, pelo que terão mais capacidades e conhecimento para decidir e fazer sugestões relativas a esta.

---

<sup>7</sup> Nos termos das (ainda relevantes) Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013): “II.3.2. Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.” No Novo Código de *Corporate Governance* prevê a recomendação V.2.1. que “A fixação das remunerações deve competir a uma comissão, cuja composição assegure a sua independência em face da administração.”

<sup>8</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial” in Revista de Direito das Sociedades, ano II (2010), n.º 3/4, p. 819

<sup>9</sup> GUEDES, Inês Ermida de Sousa – “A remuneração dos administradores: perspetiva a partir da crise de 2008”, Dissertação de Mestrado publicada apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Coimbra, Almedina, 2011, p. 28

<sup>10</sup> Nas palavras de PAULO OLAVO DA CUNHA, a comissão de remuneração apresenta duas vantagens: “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 na articulação dos seus membros e num contexto de autonomia em relação à competência da assembleia geral”, (in CUNHA, Paulo Olavo, Direito das Sociedades Comerciais, 5ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, p. 743)

A separação de funções entre quem fixa a remuneração e quem avalia o desempenho da sociedade tem ainda uma outra vantagem: a de adicionar um nível de controlo, já que os responsáveis pela fixação da remuneração em concreto têm também de validar os resultados da avaliação de desempenho da sociedade.<sup>11</sup>

A maioria das sociedades cotadas portuguesas têm uma comissão de remunerações, responsável pela fixação da remuneração dos administradores executivos. Com efeito, dada a dispersão da propriedade da sociedade pelos seus acionistas, e a posição de vantagem informativa de que o órgão de administração desfruta, a comissão de remunerações age como terceiro vértice, atenuando as consequências da relação de gestão e tendo um papel decisivo no que diz respeito à adequação e controlo dos esquemas remuneratórios.<sup>12</sup>

Na outra face da moeda, não se pode ignorar que a independência dos membros da comissão de remunerações pode apenas ser apurada de modo formal, não sendo possível garantir, portanto, que essa independência esteja definitivamente assegurada.<sup>13</sup>

A nível europeu, para além das comissões, prevê-se a possibilidade da criação de comités, delegados do órgão de administração, com funções meramente consultivas, elaborando recomendações, em áreas particularmente sujeitas a conflitos de interesses, permanecendo as funções decisório-executivas, no caso em que os modelos de governação assim o prevejam, junto dos membros do órgão de administração.

De acordo com a Recomendação da Comissão de 15 de fevereiro de 2005, ao comité de remunerações cabe, designadamente, apresentar propostas relativas à política de remuneração (em sentido amplo) dos administradores executivos e à remuneração individual destes, assistir o conselho de administração no controlo do procedimento pelo qual a sociedade cumpre as disposições em vigor no que respeita à divulgação dos aspetos

---

<sup>11</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – *ob. cit.*, p. 819. Neste sentido, com semelhantes palavras 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 Câmara, Paulo et. al. “*Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro*”, Coimbra, Almedina, 2010, p. 286

<sup>12</sup> Silva, Paulo Pereira “*Comissão de Remunerações, Compensação dos gestores e desempenho das empresas*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, agosto 2009, p. 73

<sup>13</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, “*Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remuneração*”, in “*A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*”, coord. PINTO, José Costa, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 83 e 84



relacionados com as remunerações, recomendar e controlar o nível e a estrutura da remuneração dos quadros superiores.

No direito português estas recomendações não foram até ao momento acolhidas, mas não parece existir motivo para o fazer: a competência para a fixação da remuneração dos administradores cabe aos acionistas ou a comissão de remuneração por estes nomeada (art. 399.º do CSC) (salvaguado os sistemas com estrutura germânica), pelo que não se justifica a criação de um comité que derive do órgão de administração, já que não é a este que pertencem naturalmente estas competências.

A figura do comité recomendada pela Comissão parece ver o seu papel substituído, em Portugal, pela figura da comissão de remunerações, apesar de não se confundir, de modo algum, com esta, já que não se trata de um órgão com competências decisórias, mas apenas consultivas e recomendatórias.

Por outro lado, nas sociedades com estrutura orgânica de tipo germânico, nas quais a competência para fixar a remuneração dos administradores pertence ao conselho geral e de supervisão (art. 429.º CSC), poderá fazer mais sentido adotar a Recomendação da Comissão e, eventualmente, vir a acolher a figura do comité de remunerações.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 108

## II. b) Critérios de fixação da remuneração e suas componentes

A remuneração dos administradores das sociedades pode ter uma componente fixa e uma componente variável, nos termos do art. 399.º, n.ºs 2 e 3 do CSC.

A parte fixa corresponde, normalmente, a uma quantia certa em dinheiro. No entanto, pode também consistir em prestações não monetárias, das quais são exemplos o veículo para deslocações do administrador, habitação durante a ocupação do cargo ou a oferta de prémios de seguros.<sup>15</sup>

A parte variável corresponde a uma percentagem do lucro de exercício distribuível pela sociedade. Nos termos do art. 399.º, n.ºs 2 e 3 do CSC, a quantia variável da remuneração não pode incidir em parte do lucro que não seja distribuível, e a sua percentagem máxima deve estar prevista no estatuto social.

É também comum a remuneração com base em ações, sendo os planos mais comuns os de aquisição de ações, os planos de subscrição e os planos de opção para aquisição de ações (*stock options*). Estes consistem, sumariamente, na possibilidade de atribuição do direito aos administradores de poderem vir a adquirir ações em condições vantajosas e a preço inferior ao de mercado.

Em concreto, nos planos de atribuição de ações, a sociedade estabelece a possibilidade de vender ações próprias aos administradores, em condições especialmente vantajosas relativamente ao preço de mercado. Nos planos de *stock options*, a sociedade atribui ao administrador a possibilidade de adquirir ações de modo derivado ou subscrevendo novas ações.<sup>16</sup>

Estas políticas remuneratórias com base em ações visam motivar os administradores no sentido de empenharem esforços no aumento do sucesso da sociedade, aumentando consequentemente o valor das ações, com o objetivo de procurar o alinhamento dos interesses entre os administradores e os acionistas. Porém, acarretam também riscos, que passam pela manipulação de resultados ou aplicação de estratégias na administração da

---

<sup>15</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 87

<sup>16</sup> Abreu, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 87

sociedade que aumentem o seu lucro momentaneamente, mas que, a longo prazo (*inclusive* com o administrador já afastado), a venham a prejudicar.<sup>17</sup>

Pelo exposto, existem várias regras e recomendações que visam mitigar os perigos que podem resultar da atribuição deste tipo de remuneração (e.g.: destacar que os sistemas de remuneração baseados em ações devem ser aprovados pela assembleia geral, o exercício das opções deve ser diferido).<sup>18</sup>

Na fixação do valor a atribuir aos administradores, devem ter-se em conta os critérios previstos no n.º 1 do art. 399.º do CSC: as funções desempenhadas pelos administradores (de acordo com o seu grau de exigência, de especialização, de influência no desempenho da sociedade), e a situação económica da sociedade.<sup>19-20</sup>

Nas grandes sociedades anónimas e nas sociedades cotadas, é naturalmente exigida uma maior especialização e competência, dado o grau de complexidade que o desempenho das funções de administração requer, o que justifica, normalmente, a atribuição aos administradores executivos de uma remuneração mais elevada, comparativamente com a de outros tipos societários.<sup>21-22</sup>

---

<sup>17</sup> Abreu, J. M. Coutinho de –*ob. cit.*, p. 87 e ss.

<sup>18</sup> Por exemplo, Recomendação da Comissão 2004/913/CE de 14 de dezembro de 2004 relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores das sociedades cotadas, publicada no JO n.º L 385, de 29/12/2004, pp. 55 e ss., Secção IV n.º 6; Recomendação da Comissão 2009/385/CE de 30 de abril de 2009, publicada no JOUE n.º L 120/28, de 15/05/2009, secções 3 e 4, Código IPCG de 2018 - Recomendação V.3.2

<sup>19</sup> As recomendações mais recentes constam do Código de *Corporate Governance* do IPCG, de 2018, que prevê que “A política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados, induzir o alinhamento de interesses com os dos acionistas — tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado — e constituir um factor de desenvolvimento de uma cultura de profissionalização, de promoção do mérito e de transparência na sociedade”. Estabelecendo ainda, como princípio “Os administradores devem receber uma compensação: (i) que remunere adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; (ii) que garanta uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas, bem como de outros que estes expressamente definam; e (iii) que premeie o desempenho.” Analisaremos melhor o Código de *Corporate Governance* do IPCG *infra*, no cap. VII da presente dissertação.

<sup>20</sup> “Levels of remuneration should be sufficient to attract, retain and motivate directors of the quality required to run the company successfully, but a company should avoid paying more than is necessary for this purpose.” (MUSAALI, Miriam, “*Directors Remuneration – who should decide?*”, [em linha], [consultado a 12-09-2020], disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407389>)

<sup>21</sup> Neste sentido, entre outros, CUNHA, Paulo Olavo, “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 6.ª ed., Coimbra, Almedina, 2016, p. 587

<sup>22</sup> Com efeito, “ainda que [na administração destas sociedades nos] deparemos com grandes acionistas representados nos respetivos órgãos executivos, estes integram, invariável e simultaneamente, diversos técnicos especializados encarregados de assegurar uma gestão profissional e de gerar uma rentabilidade

Os administradores não executivos, assim como os membros dos órgãos de fiscalização e da mesa da assembleia geral, devem receber uma retribuição fixa, sem qualquer componente variável.<sup>23</sup>

A justificação para isto é precisamente a ideia de que a componente variável consubstancia um incentivo à tomada de decisões que vão de encontro ao interesse social, recompensando os administradores executivos pelo seu desempenho na prossecução de objetivos da própria sociedade e de ver melhorados os resultados obtidos por esta.

Por seu turno, os administradores não executivos não devem ter direito a essa componente variável, já que não têm influência direta nos objetivos alcançados pela sociedade, e devem ser independentes, não podendo usufruir de uma parte variável de acordo com os lucros desta, devendo a sua remuneração ser sempre fixa.

---

elevada.” CUNHA, Paulo Olavo, “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 6.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2016, p. 114

<sup>23</sup> O âmbito deste estudo cinge-se apenas aos administradores executivos das sociedades cotadas, por necessidade de brevidade e porque de outro modo seria impossível a exposição de um trabalho completo, pelo que será apenas sobre estes que nos aprofundaremos ao longo destas páginas.

### III A importância da questão da remuneração dos administradores executivos no seio da *corporate governance*

A *corporate governance* “designa o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”.<sup>24</sup> Caracteriza-se por “incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respetivos membros e assegurar que na mesma se refletem as diversas tendências acionistas”.<sup>25</sup>

O movimento surge como forma de reação ou prevenção de colapsos societários ou de escândalos financeiros, resultantes de más práticas de governação, iniciado nos Estados Unidos da América nos anos 70, chegando à Europa nos anos 90 e sendo recebido sucessivamente por diversos Estados-membros, publicando-se, no fim do século passado, os primeiros Códigos de *Corporate Governance* dos Estados-membros da UE.<sup>26</sup>

A primeira comunicação relevante proveniente das instituições da União Europeia, que não ignoraram a importância do movimento, é a Comunicação “*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia*”, de 2003.

Para além das normas legais que norteiam a governação<sup>27</sup> das sociedades, existe ainda *soft law*, de natureza recomendatória, que (com particular ênfase durante e após a crise que marcou o fim da passada década) sublinha a importância de boas políticas de fixação de remuneração aos administradores, que procurem ter em conta o desempenho, motivação e gratificação destes, sem descurar o sucesso da sociedade e a avaliação da sua situação real,

---

<sup>24</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, p. 7

<sup>25</sup> CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, p. 505

<sup>26</sup> O *corporate governance movement* teve início nos Estados Unidos da América, nos anos 70, iniciando-se o debate sobre a governação das sociedades que, posteriormente, resultou na elaboração de textos recomendatórios, levados a cabo pela *American Bar Association* e pelo *American Law Institute*, surgindo os primeiros Códigos de *Corporate Governance* nos anos 90. É nesta altura também que este movimento chega à Europa (mais precisamente ao Reino Unido), na sequência de diversos escândalos financeiros. (ABREU, J. M. Coutinho de – “*Governança das Sociedades Comerciais*”, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, p. 10 e ss.)

<sup>27</sup> À semelhança de COUTINHO DE ABREU (*ob. cit.*), OLAVO DA CUNHA (*ob.cit.*) e ENGRÁCIA ANTUNES (“Direitos das Sociedades: parte geral”, 9ª ed., revista e atualizada, Coimbra, Almedina, 2020, p. 290), optamos por utilizar a expressão “governação”, ao invés de “governo”, Destarte, consideramos preferível utilizar “governação das sociedades” pelo facto de esta abranger não apenas funções executivas, normalmente relacionadas com a palavra “governo”, mas antes referenciar também outras funções, de representação e de controlo. Com efeito, o Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, apesar de utilizar a palavra “governo”, constata que “o alcance da expressão governo das sociedades não se limita a abarcar o conjunto de estruturas de decisão e de fiscalização internas às empresas (...)” devendo incluir-se “todas as restrições que lhe são impostas externamente (...)”. Contudo, a expressão “governo” é a utilizada pelo legislador nacional, pelo que, caso a utilizemos ao longo da dissertação, será com o mesmo sentido que “governação”.

num objetivo final de alinhar os interesses dos administradores e da sociedade (i.e., dos seus acionistas).<sup>28</sup>

Pelos aspetos apontados no próximo capítulo (entre outros), a remuneração dos administradores executivos ocupa lugar de destaque no seio da *corporate governance*.

MENEZES CORDEIRO aponta três óbices relacionados com esta temática: o facto de os valores exageradamente atribuídos resultarem de uma contenção de despesas; a avaliação de resultados que não correspondem na realidade a criação sustentada de riqueza e, por fim, a verificação de fraudes contabilísticas com o objetivo de adulterar os resultados obtidos.<sup>29</sup>

A crise financeira vivida a partir de 2007<sup>30</sup> e os diversos escândalos económico-financeiros que vieram a público, puseram a descoberto “as deficiências e a perversidade”<sup>31</sup> das políticas remuneratórias praticadas pelas sociedades.

As más práticas remuneratórias adotadas foram apontadas por muitos como uma das principais causas do descalabro económico-financeiro, urgindo uma necessidade de regular e reformular os esquemas remuneratórios e as regras de determinação da remuneração dos administradores.

---

<sup>28</sup> Questão do interesse social será mais detalhadamente escrutinada no próximo capítulo.

<sup>29</sup> Cordeiro, António Menezes “Código das Sociedades Comerciais Anotado” (coord. António Menezes Cordeiro), 2009, p. 979

<sup>30</sup> A crise terá iniciado anteriormente, no início dos anos 2000, nos EUA com os casos Enron e WorldCom (entre outros), devido a procedimentos contabilísticos fraudulentos, que visavam demonstrar resultados que não correspondiam à realidade e práticas societárias com deficiente controlo e pautadas pela presença de conflitos de interesses entre sociedade e administração. Com a descoberta destas fraudes, surge desconfiança por parte dos mercados, sendo aprovado, em 2002 o Sabanes-Oxley Act, aplicável às sociedades cotadas em bolsa. No entanto, a crise de 2007 veio piorar todo este cenário, “trazendo à tona” outros escândalos financeiros, levando várias empresas a apresentar insolvência, o que trouxe como consequência regras cada vez mais apertadas no que diz respeito à remuneração dos administradores das sociedades. (“Até à crise de 2007/2010, sete das doze maiores falências da História norte-americana ocorreram em 2002” Cordeiro, A. Menezes, in “A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades” in RDS, ano I (2009), n.º 2, p. 276)

<sup>31</sup> FRADA, Ana Raquel, “A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas. Tutela Preventiva e Medidas ex post”, in (coord. RIBEIRO, Maria de Fátima), “Questões de tutela de credores e de sócios das sociedades comerciais” Coimbra, Almedina, 2013, p. 7

Este é um problema especialmente relevante nas sociedades com elevada dispersão acionista, já que, tendencialmente, se verifica um maior afastamento entre a propriedade (dos acionistas) e a gestão (dos administradores).<sup>32-33</sup>

Com efeito, quanto mais dispersa se encontrar a propriedade das ações da sociedade, menos incentivos têm os acionistas (e mais custos) para darem uso ao seu papel de intervenção na vida societária e fiscalização dos administradores; verificando-se antes a tendência de simplesmente venderem as suas ações, quando estejam descontentes. Do outro lado, os administradores, tendo noção dessa falta de vigilância, ficarão mais tentados a agir em proveito próprio.<sup>34</sup>

Desta feita, as consequências são sentidas de forma diferente consoante a realidade societária vivida em cada país, relevando, a título exemplificativo, mas não exaustivo, o modelo de governação adotado, a maior ou menor concentração da propriedade acionista, o número de sociedades cotadas, ou a dimensão do mercado. Por esse motivo, não é possível (nem aconselhável) existir um único Código de Governação Societária, que seja aplicável de igual modo, sem flexibilidade, a diversos contextos.<sup>35</sup>

A importância da regulação e aplicação de boas práticas remuneratórias reside, no seu núcleo, precisamente no facto de poder contribuir para a promoção de um alinhamento de interesses entre os acionistas e os administradores, vendo-se reduzidos os conflitos de agência<sup>36</sup>, conforme melhor explicaremos *infra*.

---

<sup>32</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – *ob. cit.*, p. 810. No mesmo sentido, DUARTE, Rui Pinto “Escritos sobre Direito das Sociedades”, [s.l.], Coimbra Editora, 2008, pp. 71 e ss.

<sup>33</sup> Sendo mais visíveis as suas consequências em países como os USA ou o Reino Unido, pautados por grandes sociedades cotadas, nas quais a propriedade das ações é detida por um elevado número de acionistas, encontrando-se particularmente dispersa.

<sup>34</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 15

<sup>35</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 20

<sup>36</sup> Estes conflitos também se poderão verificar (embora de forma menos acentuada) relativamente ao desempenho do órgão de fiscalização e supervisão, no entanto, não é a estes que se dedica o nosso estudo.

#### **IV. Principais problemas relacionados com as políticas remuneratórias**

A discussão em torno da matéria das políticas remuneratórias é geralmente associada à atribuição de remunerações que são consideradas, as mais das vezes, excessivas e desproporcionais. Outrossim, é inegável que a fixação da remuneração é dependente de diversos critérios e varia consoante o administrador, a sociedade e o momento que esta atravessa.

Como fizemos já notar, as querelas em torno deste tema giram em volta dos chamados problemas de agência, e da falta de alinhamento de interesses que se verifica entre os acionistas e os administradores, em particular nas sociedades com uma grande dispersão acionista, nas quais, por norma, se atribui aos administradores as remunerações mais elevadas.

Desta feita, examinaremos, de seguida, alguns dos principais problemas em torno da questão da remuneração dos administradores executivos das sociedades.

#### **IV. a) A remuneração dos administradores enquanto problema de agência – eventual fonte de conflito de interesses**

##### **i) O interesse social**

Não dedicaremos ao complexo e largamente estudado tema do interesse social uma profunda análise, já que de outro modo nos desviaríamos daquele que é o escopo da nossa dissertação. Porém, sendo este um conceito chave da *corporate governance*, e em particular, das questões em torno da remuneração dos administradores executivos, acreditamos merecer um breve enquadramento geral, que se cingirá em específico ao que seja relevante para a matéria das políticas remuneratórias.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Para uma análise mais aprofundada do tema, *vide*, entre outros, ABREU, J.M. Coutinho de “*Curso de Direito Comercial*”, Vol II, 6ª Edição, Coimbra, Almedina, p. 275 e ss., do mesmo autor, “*Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social*” in Reformas do Código das Sociedades, IDET, colóquios n.º 3, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 31-47.; GOMES, Maria Elisabete “*Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades anónimas perante os credores sociais*”, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, STVDIA IYRIDICA 67, Coimbra Editora, 2002, pp. 99-105; CORDEIRO, António Menezes “*A responsabilidade dos administradores das sociedades comerciais*”, LEX, Lisboa, 1997, pp. 498-523 e, do mesmo autor, “*Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*”, Revista da Ordem dos Advogados, ano 66, n.º 2, setembro 2006, p. 464 e ss; ESTACA, J. N. Marques “*O interesse da sociedade nas deliberações sociais*”, Coimbra, Almedina, 2003



Existem, de forma sumária e genérica, duas teorias relativas ao interesse social, que se confrontam: as institucionalistas e as contratualistas.

A primeira diz-nos, essencialmente, que o interesse social “vem a ser um *interesse comum, não apenas aos sócios, mas também a outros sujeitos*, nomeadamente os trabalhadores (empregados da sociedade), os credores sociais e até a coletividade nacional”.<sup>38</sup>

Já para o contratualismo, o interesse social diz respeito ao “*interesse comum dos sócios enquanto tais* (não enquanto vendedores, mutuantes, assalariados da sociedade, etc.)”.<sup>39</sup>

Existem outras teorias, mais recentes e com outros contextos, mas estas duas serão (ainda) as mais úteis para compreender, em traços mais gerais, as diferentes concepções de interesse social.

Mais recentemente, e com particular relevância para as sociedades cotadas em bolsa, surgiu o conceito de *shareholder value*, que consiste no facto de o interesse social corresponder à prossecução da criação de valor para os sócios, aumentando o seu património. A esta concepção contrapõe-se à de *stakeholder value*, que tem em consideração outros interesses para além dos dos acionistas.

O conceito de interesse social tem sido alvo de ampla discussão, embora entre nós haja tendência a uma maior aproximação das teses contratualistas, que definem o interesse social como o interesse comum dos sócios e negam a concepção do interesse social como um interesse superior ao dos sócios.<sup>40</sup>

Assim, o conceito de interesse social, para a maioria da doutrina, orientada em torno da teoria contratualista, não é autónomo nem distinto do direito dos sócios. E é aqui que a

---

<sup>38</sup> ABREU, J.M. Coutinho de *ob. cit.*, p. 276.

<sup>39</sup> ABREU, J.M. Coutinho de *ob. cit.*, p. 276. No mesmo sentido, diz-nos VASCO LOBO XAVIER “Para nós, o interesse social não é mais do que o interesse dos sócios – o interesse de todo e qualquer sócio na consecução do máximo lucro através da atividade da empresa coletiva. O interesse da sociedade é, deste modo, um interesse comum a todos os sócios (...) É interesse extra-social aquele que nada tem a ver com o escopo do ente coletivo” in “*Anulação de deliberação social e deliberações conexas*”, Atlântida Editora, 1976, p. 242 nota 116.

<sup>40</sup> Com esta perspetiva, *vide*, p. ex.: MENEZES CORDEIRO “*Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*”, Revista da Ordem dos Advogados, ano 66, n.º 2, setembro 2006, p. 464 e ss.; VASCO LOBO XAVIER “*Anulação de deliberação social e deliberações conexas*”, p. 242 e ss., COUTINHO DE ABREU *ob. cit.*, p. 275 e ss.

questão é fraturante, já que autores há também que consideram que o interesse social é o interesse da sociedade em si, e que poderá não coincidir com o dos sócios.

JORGE CARITA SIMÃO considera que o interesse social e o interesse dos acionistas são interesses “autonomizáveis”, concluindo que “normalmente o interesse destes últimos é pensado numa perspetiva de curto prazo, enquanto que no primeiro caso o interesse é de sustentabilidade e de longo prazo”<sup>41</sup>. FILIPA NUNES PINTO faz notar que “a linha entre o interesse da própria sociedade e dos próprios acionistas é muito ténue, porque se a primeira serve de base para a segunda, a segunda já se pode dar num plano estritamente pessoal (...) que acaba por gerar danos na sociedade”<sup>42</sup>.

Não negando que os acionistas terão os seus próprios interesses individuais e objetivos pessoais, tendemos a seguir de perto o que escreve COUTINHO DE ABREU, considerando que numa sociedade, os diferentes sócios poderão ter diferentes interesses, no entanto não é destas divergências que resulta o interesse social, mas antes da *comunidade de interesses* dos sócios, relacionando-se, ainda, com a *causa comum do ato constituinte da sociedade*, que, por norma, será a obtenção de lucro.<sup>43-44</sup>

Também neste sentido segue JOÃO SOUSA GIÃO, protelando que o que está em causa não são os interesses dos acionistas como seres individuais, mas antes a proteção dos interesses da totalidade da sociedade, resultando desta constatação a consequência de que,

---

<sup>41</sup> “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial” in Revista de Direito das Sociedades, ano II (2010), n.º 3/4, p. 806

<sup>42</sup> “A responsabilidade civil dos administradores das sociedades”, in Revista de Direito das Sociedades, ano VII (2015), n.º 1, Lisboa, Almedina, p. 101. Também seguindo a conceção institucionalista, OLIVEIRA ASCENÇÃO, in “Lições de Direito Comercial”, vol. I, pp. 446 e 447; vol IV, pp. 54 e ss.

<sup>43</sup> ABREU, J.M. Coutinho de *ob. cit.*, p. 280 e “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social” in Reformas do Código das Sociedades, IDET, colóquios n.º 3, Coimbra, Almedina, 2007, p. 35. Recordemos também as palavras de MENEZES CORDEIRO “A sociedade é sempre um regime jurídico. Ela não sofre nem ri: apenas o ser humano o pode fazer. Separar a sociedade dos sócios é má escolha (...). O administrador servirá, pois, os sócios. Mas não enquanto pessoas singulares: antes enquanto partes que puseram a gestão dos seus valores num *modo coletivo* de tutela e de proteção.” (in “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”, Revista da Ordem dos Advogados, ano 66, n.º 2, setembro 2006, p. 466)

<sup>44</sup> Com diferente opinião, ESTACA, J. N. Marques *ob. cit.* Escreve o autor, relativamente às teorias contratualistas: “pressupõe, na sua globalidade, uma organização de interesses unitários e homogêneos dos sócios, o que dificilmente se verificará a não ser num estado embrionário, e colocam de parte todo e qualquer interesse próprio da empresa.” (p. 118) e ainda “A sociedade apresenta-se no mundo jurídico como um sujeito autónomo, independente das pessoas dos sócios que a constituíram, com a existência de um interesse diverso e superior ao dos sócios/acionistas.” (p. 119), concluindo que ao lado da sociedade “gravitam uma série de participantes e dependentes (sócios, gestores, trabalhadores, credores e a própria coletividade), titulares de interesses objetivamente próprios a par do próprio interesse da empresa ou sociedade, potencialmente conflituantes e suscetíveis de valoração e ponderação, em ordem à prevalência de um deles face a um sacrífico dos restantes” (p. 119)

numa situação de potencial ou atual conflito de interesses, que envolvam os acionistas, o sentido de dever de lealdade, ao qual o administrador está vinculado, é reportado à sociedade. Conforme refere o autor, e tendemos a concordar, “entendimento contrário inclinar-se-ia para uma certa abstracção conceptualista firmada na separação analítica entre a sociedade e os seus accionistas, que se tem por excessiva.”<sup>45</sup>

Como vimos, em Portugal, a competência para atribuição da remuneração dos administradores executivos corresponde aos acionistas (ou a comissão por estes nomeada).<sup>46</sup> Ora, enquanto que o interesse dos sócios corresponde<sup>47</sup> ao interesse social e, conseqüentemente, por norma, e em termos gerais, ao escopo lucrativo, já os administradores poderão estar mais interessados em receber a melhor remuneração possível, defraudando os interesses sociais a longo prazo.

Com efeito, da separação entre a “propriedade” (*ownership*) e o “controlo” (*management*) pode florescer uma divergência entre os interesses dos “proprietários” (os que investiram numa certa sociedade através da subscrição de capital inicial ou de subsequentes emissões, na qualidade de acionistas, de titulares de ações) e daqueles que detêm o “controlo” (os titulares dos órgãos de administração da sociedade), que culmina numa separação entre quem corre os riscos – os acionistas – e quem toma as decisões de gestão – os administradores.<sup>48-49</sup>

Normalmente, existe intervenção do legislador quando o conflito de interesses resulta da relação entre partes nas quais uma deve “proteger e promover os interesses da

---

<sup>45</sup> in “Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores” in Câmara, Paulo et. al. “Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro”, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 233 e 234

<sup>46</sup> À exceção, como também vimos, das sociedades que adotem o modelo dualista. Nestas, a competência é do conselho geral e de supervisão ou de uma comissão por estes nomeada, ou, nas situações em que esteja expressamente previsto nos estatutos da sociedade, da assembleia geral ou de uma comissão por esta nomeada, nos termos do art. 429.º do CSC.

<sup>47</sup> De acordo com o conceito que adotamos, e que continuaremos a seguir ao longo deste estudo.

<sup>48</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – *ob. cit.*, p. 810

<sup>49</sup> Convém notar que a separação entre propriedade e controlo que temos vindo a apontar como característica das sociedades cotadas, é mais visível e patente nas sociedades anglo-saxónicas, acentuando a possibilidade de conflitos de agência quando comparado com o que acontece nos países de Direito continental, nos quais mesmo as grandes sociedades tendem a ser propriedade de um relativamente reduzido número de acionistas (CUNHA, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, 6.ª ed., Coimbra, Almedina, 2016, p. 114. Diz-nos, ainda, na mesma obra, na p. 540 que “No final do século XX, sobretudo nos mercados com maior expressão, atingiu-se uma clivagem entre a propriedade do capital das grandes empresas e o respetivo controlo. Essa separação, que se tinha vindo a acentuar gradualmente, explica em grande medida os problemas ocorridos em grandes empresas cotadas, em especial nos Estados Unidos da América.”)

outra”<sup>50</sup>: é precisamente do confronto entre os interesses dos administradores (que têm o dever de administrar a sociedade e, portanto, são responsáveis por um património que não é o seu) e os interesses sociais, que emerge a possibilidade de conflitos de agência, aos quais, entre outros, o tema da remuneração é particularmente sensível.

## ii) O problema de agência

Idealmente, os interesses dos administradores deveriam corresponder aos interesses sociais, já que a sua remuneração está dependente dos resultados obtidos pela sociedade<sup>51</sup> ou, nos casos em que assim não seja, pelo menos o sucesso desta fica associado à competência e ao bom exercício das funções administrativas, fazendo aumentar o “valor” dos administradores no mercado de trabalho<sup>52</sup> e contribuindo também para a sua permanência na sociedade.<sup>53</sup>

Com efeito, a separação de funções e tarefas em organizações societárias complexas ou de maior dimensão, leva a que seja essencial uma relação de confiança entre os acionistas (proprietários da sociedade) e os administradores (responsáveis pela sua gestão).

No entanto, este isocronismo de interesses nem sempre se verifica<sup>54</sup>, especialmente quando a sociedade esteja a passar por períodos mais difíceis ou situações de crise ou iminência de crise. Nestes casos, os administradores executivos poderão ter a tendência de pôr em primeiro lugar os seus interesses, ignorando as metas de estabilidade económica e

---

<sup>50</sup> GIÃO, João Sousa *ob. cit.* p. 279

<sup>51</sup> E, de acordo com JOÃO SOUSA GIÃO, “num mercado eficiente, os administradores menos leais e diligentes seriam ultrapassados por administradores mais leais e diligentes, capazes de obter resultados superiores, com custos inferiores” (*in ob. cit.*, p. 280)

<sup>52</sup> O mercado de trabalho dos administradores é relativamente restrito. Estes são avaliados, supostamente, de acordo com o desempenho que obtêm as sociedades que administram, logo, a associação de maus desempenhos económicos ou crises poderá ficar relacionada com a incompetência de quem as administra, o que afetará o seu futuro, profissionalmente. Esta avaliação poderá influenciar e disciplinar o comportamento dos administradores, traduzindo-se num incentivo a uma atuação alinhada com os interesses sociais. (RODRIGUES, Jorge, “*Corporate Governance: uma introdução*”, Edições Pedagogo, 2008, pp. 75 e 76)

<sup>53</sup> RIBEIRO, M. Fátima “*Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remunerações*”, in REIS, João, et. al. (coord.) – Para Jorge Leite – Escritos Jurídico-Laborais, Vol II, Coimbra, Coimbra Editora, 2014, p. 681. Recorda ainda MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO que por vezes para além da própria remuneração, outros fatores podem alimentar os interesses dos administradores “como o ego, a reputação e o reconhecimento social”

<sup>54</sup> No Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 7 de novembro de 2017 do processo 1919/15.0T8OAZ pode ler-se: “*A deliberação sobre os vencimentos dos administradores é um dos casos em que o interesse social e o interesse dos administradores se entrecortam e em que o interesse directo destes se repercute directamente no ente societário.*”

financeira da sociedade, com o objetivo de ver mantida a sua remuneração ou de que o mercado não se aperceba da sua incompetência, procurando dissimular ou encobrir os maus resultados, prevenindo-se das consequências nefastas que poderão advir para si próprios.<sup>55</sup>

Nesta esteira, durante períodos de maior fragilidade são comuns as decisões administrativas a curto prazo e a assunção de riscos excessivos, que acabam por pôr em causa a sustentabilidade da sociedade.

O evidente distanciamento dos acionistas relativamente às decisões tomadas pela sociedade,<sup>56</sup> típico daquelas que têm elevada dispersão de capital, resulta numa falta de vigilância por parte do corpo acionista. Esta acaba por facilitar a discricionariedade dos administradores na tomada deste tipo de decisões, optando por prosseguir interesses próprios, em detrimento de agir de acordo com o interesse social.

Nesta senda, tem sido cada vez mais comum transportar o conceito económico de “problema de agência” para o universo jurídico.

Segundo Jensen e Meckling<sup>57</sup>, uma relação de agência caracteriza-se pelo facto de o “principal” delegar no “agente” alguma autoridade e poder para tomar decisões.

No caso das remunerações, e particularmente no seio das sociedades cotadas, existe a possibilidade (ousamos até, a probabilidade) de os agentes (administradores) adotarem comportamentos perversos, com vista a obter benefícios próprios, em detrimento do interesse dos principais (os acionistas).

Aponta-se, assim, um conjunto de fatores<sup>58</sup> que dificultam o alinhamento de interesses entre os administradores e os acionistas.

Em primeiro lugar, quanto maior seja a complexidade e especificidade das funções de gestão desempenhadas pelos administradores, exigindo conhecimentos e experiência especializada, maior será a sua facilidade em tomar decisões discricionárias em seu

---

<sup>55</sup> RIBEIRO, M. Fátima *ob. cit.*, pp. 681 e 682

<sup>56</sup> RIBEIRO, M. Fátima *ob. cit.*, p. 680

<sup>57</sup> JENSEN, Michael C. e William H. MECKLING, “*Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*”, 1976 *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360. *apud* NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira do, “*A Remuneração dos Administradores e o desempenho da empresa: o caso português*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 32, Abril de 2009, pp. 73-93 (versão online)

<sup>58</sup> Neste sentido, seguimos de perto a exposição de PEDRO VERGA MATOS em “*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

benefício, sem que os acionistas tenham a capacidade para o entender e impedir, sendo certo que, caso estes queiram seguir e acompanhar o processo decisório, de modo a melhor poderem determinar o sentido do seu voto, tal acarretará custos elevados para os mesmos.

Por outro lado, os administradores situam-se numa posição privilegiada no que diz respeito ao acesso a informação sobre a sociedade e os mercados, que não estão com a mesma facilidade disponíveis a terceiros e, mesmo quando exista esse acesso, a interpretação e leitura poderá não ser fácil para quem não seja especialista.

Por fim, devido à complexidade do estabelecimento de critérios de uma boa gestão, não é por vezes fácil distinguir um risco corrido em que o critério que presida seja a sustentabilidade e interesse da sociedade, maximizando o seu valor, ou se esse risco existiu apenas para beneficiar o administrador. Não se pretende com as exigências de informação impedir um nível de risco próprio do funcionamento dos mercados, mas antes torná-lo razoável, “aceitável”.<sup>59</sup>

Na senda do explanado, resulta que a relação de agência aparenta assentar sobretudo na assimetria informativa que existe entre os acionistas e os membros dos órgãos de administração, que parece justificar ou impulsionar o distanciamento dos acionistas relativamente à monitorização da atividade dos administradores. Para além disso, mesmo que haja partilha de informação, esta não é facilmente perceptível pelo corpo acionista. Neste ensejo, a partilha de informação clara e de qualidade entre o agente e o principal, para além da transparência, são condições necessárias para reduzir os custos de agência.<sup>60-61</sup>

---

<sup>59</sup> FERREIRA, Eduardo Paz, “*A informação no mercado de valores mobiliários*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, 2001, Coimbra, p. 146. Escreve ainda o autor, na página seguinte da mesma obra: trata-se “apenas de criar regras de jogo que se destinam basicamente a assegurar pontos de partida o mais aproximados possível para todos os agentes que actuam no mercado. Ao seu dispor fica a informação. O tratamento e interpretação que dela façam corresponde a uma tarefa individual à qual o Estado é obviamente alheio.”

<sup>60</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – *ob. cit.*, p. 805

<sup>61</sup> Fazendo proveito das palavras de JOÃO SOUSA GIÃO “os custos de agência englobam todos os custos suportados pelo comitente [principal] em resultado da existência do problema de agência, podendo resultar tanto da diminuição direta do valor da prestação do comissário [agente], como, indirectamente de mecanismos de controlo da atuação do comissário.” *in ob. cit.*, p. 229

Daí que o legislador europeu tenha sempre colocado os incentivos à participação dos acionistas de mão dada com o reforço do seu acesso à informação e facilitação do exercício do seu direito de voto.<sup>62</sup>

Finalmente, aponta-se o facto de os administradores, como quaisquer agentes económicos, atuarem com base no princípio da otimização e da racionalidade económica que, no seu caso, poderá consistir na otimização da sua própria remuneração pela atividade que desempenham.<sup>63</sup>

Conforme veremos no capítulo dedicado à evolução das exigências de *say on pay*, tem sido atribuída uma crescente responsabilidade, incentivo e motivação dos acionistas, por forma a ver reduzidos os conflitos de agência e a ver promovida uma camada de controlo e uma voz com vista a dar primazia aos interesses sociais, que, hodiernamente, culmina nas normas introduzidas pela DDA II, como melhor perscrutaremos.

#### **IV. b) Dificuldade de reação perante a atribuição de remuneração excessiva (medidas *ex post*)**

Estas questões que abordamos reportam-se, na sua maioria, a problemas que se procuram combater de forma preventiva, isto é, são questões que ao serem resolvidas, para além de prevenirem consequências nocivas para a sociedade, procuram evitar que seja necessário algum tipo de reação para alterar a atribuição de remuneração excessiva aos administradores executivos.

Resta-nos, então, abordar a dificuldade que resulta da falta de previsão de medidas que se possam adotar *ex post*, aquando de uma fixação de remuneração excessiva.

A compensação excessiva pode ser originária, quando é desproporcional logo no momento da fixação; ou superveniente, quando, por alteração das circunstâncias da

---

<sup>62</sup> Abordaremos, posteriormente a questão da importância da partilha de informação clara e de qualidade, e da evolução do reforço da participação acionista e do exercício do seu direito de voto quanto a esta temática, nos capítulos V). e ss.

<sup>63</sup> GANHÃO, Patrícia Alexandra Rosa – “*O Controlo da Remuneração dos Administradores pelos Acionistas*”, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Escola de Lisboa, Faculdade de Direito, 2016, p. 7. De acordo com João Sousa Gião, o princípio da otimização 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*”. (in *ob. cit.*, p. 225)

sociedade relativamente ao momento da fixação, se conclui que o montante atribuído será, para o momento que a sociedade atravessa, exagerado.<sup>64</sup>

Quando a deliberação de fixação da remuneração não seja tomada de acordo com o interesse social, ou não obedeça aos critérios previstos no art. 399.º, n.º 1 do CSC, tem sido entendido pela jurisprudência que deve ser aplicado o regime das deliberações abusivas, sendo possível anular a deliberação, nos termos dos arts. 58.º, n.º 1, al. b) (ou a)) e 59.º do CSC.<sup>65</sup>

Pelo exposto, quando aqui falamos em conflito de interesses não nos referimos àquele que vem mencionado no art. 251.º do CSC e que resulta num impedimento de voto.<sup>66</sup> Esta última é uma figura que consubstancia um vício de formação da deliberação, um vício de procedimento. No caso das deliberações abusivas, o que está em causa é o uso abusivo do direito de voto, que se *instala no conteúdo* da deliberação.<sup>67</sup>

Neste caso, anulada a deliberação, será necessário proceder a uma nova fixação de remuneração pelo órgão competente que, naturalmente, será inferior àquela que resultou da deliberação anulada.

Da declaração da deliberação como abusiva, as consequências que se extraem não parecem consubstanciar uma solução suficientemente direta e eficaz para colmatar o problema da atribuição de remuneração excessiva. Para além disso, esta não tem aplicação quando ocorram situações em que não exista causa de anulabilidade da deliberação ou, mesmo que exista, o prazo para a arguir já se esgotou, ou ainda, quando a remuneração se revele excessiva e desproporcional apenas num momento posterior.<sup>68</sup>

Assim, uma opção, que merece atenção, mas cuja previsão legal no direito nacional não existe de forma expressa, é a de saber se é possível reduzir a remuneração dos

---

<sup>64</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, “Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remuneração”, in *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*”, coord. PINTO, José Costa, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 92 e 93

<sup>65</sup> A título exemplificativo, Ac. Tribunal da Relação de Lisboa de 15/03/2007

<sup>66</sup> Conforme já referenciamos, os administradores, quando sejam simultaneamente sócios, não se encontram impedidos de votar nas suas próprias remunerações.

<sup>67</sup> FURTADO, J.H. Pinto, *Deliberações dos Sócios – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais* – Almedina, 1993, p. 384

<sup>68</sup> ABREU, J. M. Coutinho de “*Governança das Sociedades Comerciais*”, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, p. 94



administradores executivos, a qualquer tempo, por iniciativa dos acionistas, sem o consentimento daqueles.<sup>69</sup>

Relativamente às sociedades por quotas, VAZ SERRA, numa anotação ao Acórdão do STJ de 15 de Junho de 1978 (anterior, portanto, ao CSC) concluiu que a assembleia geral não poderia reduzir livremente as remunerações, tendo em conta a possibilidade do seu valor ter influência na decisão do gerente de aceitar o cargo e que a sua livre redução prejudicaria a estabilidade deste, que se afigura vantajosa para o próprio e para a sociedade. Acrescenta ainda que, na hipótese da relação entre o administrador e a sociedade ser contratual (contrato de prestação de serviços), a sua redução unilateral também não é uma possibilidade.<sup>70</sup>

Este autor apenas admite a possibilidade de redução da remuneração estabelecida pela assembleia no caso de existir alteração das circunstâncias em que se encontra a sociedade, que leve a que seja contrária à boa fé a manutenção da remuneração fixada. Nestas situações, caberiam os casos de alteração substancial das circunstâncias tidas em conta no momento da atribuição da remuneração ou o facto de se verificar, posteriormente, que a remuneração fixada é excessiva considerando a situação da sociedade ou as funções desempenhadas pelos gerentes.<sup>71</sup> De todos os modos, esta alteração só poderia ser judicialmente imposta, não sendo possível a redução através de deliberação dos sócios.

Já depois do CSC, continuou a cultivar-se a ideia de que, dada a natureza contratual da relação entre administrador e sociedade, não seria possível a redução da remuneração, salvo verificada alteração substancial das circunstâncias, nos mesmos termos que os previstos pelo Código Civil, no seu artigo 437.º.

No entanto, todos estes entendimentos parecem basear-se no pressuposto de que a natureza da relação entre o administrador e a sociedade tem carácter contratual, aplicando-se as regras gerais do Código Civil. COUTINHO DE ABREU crê que não será este o caminho que

---

<sup>69</sup> De atentar que não se está a referir a nova deliberação, no final de um quadriénio, mas antes de uma deliberação posterior àquela que fixou a remuneração para determinado período, e cujo administrador aceitou e espera receber, que altera o seu valor antes do término do período para o qual tinha sido determinado o valor a auferir.

<sup>70</sup> *apud.* ABREU, J. M. Coutinho de “*ob. cit.*”, p. 92

<sup>71</sup> ABREU, J. M. Coutinho, *ob. cit.*, p. 93 e Ventura, Raúl – “*Sociedades por Quotas-Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*”, Vol. III, Coimbra, Almedina, 1991, p. 69 e 70

deve ser seguido, devido ao facto de, as mais das vezes, a relação entre o administrador e a sociedade não ter carácter contratual, e ainda menos o tem a fixação da remuneração.<sup>72</sup>

Não estando prevista qualquer norma específica no CSC para os administradores executivos das sociedades anónimas, levanta-se a possibilidade de aplicação analógica dos arts. 440.º e 255.º do CSC.

O art. 440.º, no seu número 3, prevê, relativamente à remuneração dos membros do conselho geral e de supervisão, que a assembleia geral pode “em qualquer tempo, reduzi-la ou aumentá-la”. Esta, no entanto, não será a melhor norma a aplicar analogicamente aos administradores, considerando que os membros do conselho geral e de supervisão, aos quais é aplicado este artigo, não desempenham as tarefas de administração da vida societária que desempenham os administradores executivos, pelo que a hipótese daqueles ou dos acionistas poderem alterar a remuneração dos administradores executivos poderia resultar no uso abusivo desse direito.<sup>73</sup>

Será de melhor aplicação analógica a norma do art. 255.º, dirigida aos gerentes das sociedades por quotas. Esta norma prevê, no seu número 2, que “as remunerações dos sócios gerentes podem ser reduzidas pelo tribunal, a requerimento de qualquer sócio, em processo de inquérito judicial, quando forem gravemente desproporcionais quer ao trabalho prestado quer à situação da sociedade.”

BRITO CORREIA,<sup>74</sup> não obstante concordar que esta norma poderá ser adotada, considera que não pode ser aplicada a gerentes que não sejam sócios, tendo em conta que apenas os gerentes que são sócios têm a possibilidade de votar na sua própria remuneração, havendo o perigo de agir de modo a que lhe sejam atribuídos valores excessivos, em prejuízo da sociedade e dos sócios minoritários – sendo esse o perigo que a norma pretende evitar. RAÚL VENTURA<sup>75</sup> partilha deste entendimento, no entanto justifica-o com base na letra da lei.<sup>76</sup> Por seu turno, COUTINHO DE ABREU não vê impedimento a que esta se aplique a

---

<sup>72</sup> ABREU, J.M. Coutinho, *ob. cit.*, p.93

<sup>73</sup> ABREU, J. M. Coutinho de, *ob. cit.*, p. 95

<sup>74</sup> CORREIA, Luís Brito – “*Os Administradores de Sociedades Anónimas*”, Coimbra, Almedina, 1993, p.569 e 570

<sup>75</sup> VENTURA, Raúl –*ob. cit.*, p. 70

<sup>76</sup> Na mesma obra, refere ainda o autor que, relativamente aos gerentes não sócios, podem os sócios recorrer à anulação de deliberações abusivas, verificados os pressupostos do art. 58º(1b), podendo ainda a sociedade recorrer ao art. 437.º do CC, no caso de alteração superveniente das circunstâncias.

gerentes não sócios e considera ainda que esta será a melhor norma a aplicar de forma analógica também aos administradores das sociedades anónimas.<sup>77</sup>

Crê-se, analisando os anteprojetos da norma<sup>78</sup> e os fundamentos para a sua aplicação, que o seu fim último é proteger a sociedade de situações que se poderiam revelar excessivamente onerosas para a mesma, não se observando qualquer obstáculo à aplicação analógica do art. 255.º, n.º 2 aos administradores (sócios ou não) das sociedades anónimas, porém, de modo justificado ou *cum grano salis*, quando existam motivos para considerar o valor gravemente desproporcionado.

Acrescenta-se, por fim, que FERRER CORREIA considera que é preferível o recurso à ação de redução, essencialmente pelo facto de ser uma solução mais rápida e imediata, quando comparada com a ação de anulação da deliberação. Já Raúl Ventura<sup>79</sup> afirma que devem ser meios alternativos, de acordo com a finalidade que visem atingir.

Para além da possibilidade de redução da remuneração, acreditamos que poderá ser útil lançar a possibilidade de responsabilização dos próprios administradores, à luz do cumprimento dos seus deveres de cuidado e lealdade, por atos ou omissões que lhes concedam a possibilidade de auferir remuneração excessiva. Com efeito, tendo estes acesso a mais e melhor informação relativa à situação financeira presente e futura da sociedade, estarão numa melhor posição para se pronunciarem quando a remuneração que auferem seja excessiva, pondo em causa a sustentabilidade e o interesse da sociedade.<sup>80</sup>

Nos termos do art. 64.º do CSC<sup>81</sup>, os deveres gerais dos administradores subdividem-se no dever de cuidado e no dever de lealdade.

O dever de cuidado corresponde à necessidade de o administrador dedicar o seu tempo, esforço e conhecimento nas atividades de organização, decisão e controlo societários,

---

<sup>77</sup> ABREU, J. M. Coutinho de, *ob. cit.*, p. 95. No mesmo sentido, GOMES, Fátima “*O direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas sociedades anónimas*”, Coimbra, Almedina, 2011 p. 448-449

<sup>78</sup> VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, p. 65 e ss

<sup>79</sup> VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, p. 71 e 72

<sup>80</sup> No mesmo sentido, RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, pp. 95 e ss.

<sup>81</sup> Artigo 64.º 1 - *Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) 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 ordenado; e b) 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.*

de acordo com as funções a executar, competências necessárias e circunstâncias específicas.<sup>82</sup>

Por sua vez, o dever de lealdade corresponde ao dever de o administrador exercer as suas funções de acordo com o interesse social e procurar satisfazê-lo, abstendo-se de sobrepor a este o seu próprio benefício pessoal ou interesses alheios.<sup>83</sup>

Apesar de ambos se relacionarem com a questão em estudo, o dever de lealdade é o que se aplica de modo mais direto ao dever do administrador agir quando, de uma deliberação social, resulte uma vantagem para si próprio e um malefício para a sociedade (este é um dever de agir, de promover, é um dever com conteúdo positivo<sup>84</sup>), podendo decorrer tanto do abuso do cargo de administrador como da manipulação da informação transmitida pelo administrador aos sócios, de modo a adulterar os resultados, com influência na deliberação.<sup>85</sup>

Ao aceitar uma remuneração que sabe não ser adequada à situação financeira da sociedade, ou que seja manifestamente excessiva e injustificada, mesmo que essa deliberação tenha sido tomada de modo procedimentalmente correto pelos acionistas, apesar de saber que terá vantagens a nível pessoal, o administrador tem a obrigação de agir de modo concertado com os deveres que lhe são impostos. Sabendo que não têm de executar deliberações sociais que sejam prejudiciais ao interesse da sociedade<sup>86</sup>, devem estes, pelo contrário, promover a sua anulação ou, pelo menos, advertir os acionistas para as consequências que podem advir da sua execução.

Doutra sorte, existe a possibilidade de os administradores terem um papel ativo e influenciador durante a deliberação social ou, ainda, de manipularem os resultados obtidos pela sociedade no sentido de simular um sucesso que não corresponde à realidade, com o objetivo de ver aumentada a remuneração que lhes é atribuída.<sup>87</sup>

---

<sup>82</sup> ABREU, J. M. Coutinho de “*Responsabilidade civil dos administradores*”, IDET/Cadernos n.º 5, Coimbra, Almedina, 2007, p. 18

<sup>83</sup> ABREU, J. M. Coutinho de, *ob cit.*, p. 25

<sup>84</sup> ABREU, J. M. Coutinho de, *ob cit.*, nota 38

<sup>85</sup> ALBUQUERQUE, Ana Inês de Almeida, *Remuneração dos Administradores de Sociedades Anónimas*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2010, p. 135

<sup>86</sup> *Vide, infra*, p. 38

<sup>87</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, pp. 95 e ss.

Com interesse e na ótica de simplificação desta questão, trazemos à colação a forma como MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO a coloca, dividindo-a em três cenários diferentes.

No primeiro, a remuneração é fixada em montante excessivo originariamente: neste caso, considera a autora que apenas poderá haver responsabilização do administrador no caso em que este tenha interferido com a deliberação social, podendo levar à conclusão de que este agiu de forma violadora dos seus deveres de cuidado e lealdade (hipótese, no entanto, com pouca probabilidade na prática). Assim, estando preenchidos os requisitos legais dos arts. 72.º e ss. dos CSC, poderá o administrador vir a ser responsabilizado.<sup>88</sup>

Num segundo cenário, a remuneração vem a revelar-se excessiva por alteração das circunstâncias que estiveram na base da fixação do seu montante (seja devido ao desempenho do próprio administrador ou às condições financeiras que a sociedade atravessa). Nestes casos, poderá considerar-se que existe o dever de o administrador se pronunciar no sentido de ver reduzida a sua remuneração, tendo em conta que faz parte das suas funções ter um conhecimento mais completo das reais dificuldades que a sociedade passa a enfrentar, devendo assim, promover as diligências necessárias para que a sua remuneração seja adequada a essas novas dificuldades.<sup>89</sup> Esta é uma questão particularmente sensível e complexa, no entanto, poderá ser analisada casuisticamente, levando à conclusão que, de modo a cumprir os deveres de cuidado e lealdade e atuação com respeito pelo interesse social, o agravamento da situação da sociedade, de facto, justifique que o próprio administrador tome medidas e, no caso de não as tomar, seja responsabilizado por tal omissão.

Por último, aponta a autora um cenário que não deixa dúvidas quanto à violação dos deveres por parte dos administradores: a situação em que o próprio administrador manipula o montante da sua remuneração concreta, isto é, apesar de a política remuneratória definir valores que estão dentro das balizas do adequado nos termos do art. 399.º do CSC, o administrador manipula ou falseia resultados, ou efetua negócios arriscados que colocarão

---

<sup>88</sup> Nota ainda a autora (*in ob. cit.*, p. 97, nota 137) que na circunstância em que o administrador saiba que a remuneração que lhe é fixada é excessiva considerando o momento atravessado pela sociedade, haverá violação do dever de lealdade. Nos casos em que este não o saiba, haverá violação do dever de cuidado, já que sobre ele impendia a obrigação de conhecer, no âmbito das suas funções, esses dados relativos à situação da sociedade.

<sup>89</sup> Alerta MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO para o facto de que este cenário em particular não faz sentido em situações pontuais ou em que o excesso não seja suficiente significativo. RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 98

em causa o futuro da sociedade, de modo a ver aumentado valor concreto da sua remuneração.

O art 72º/5 do CSC, que exclui a responsabilidade dos administradores no caso de executarem deliberações tomadas pelos sócios “mesmo que anuláveis”, deve ser interpretada restritivamente. Diz COUTINHO DE ABREU<sup>90</sup> que, relativamente a deliberações anuláveis que não tenham ainda sido sanadas nem anuladas, não devem os administradores executá-las quando seja previsível que estas venham a ser anuladas e seja relevante o dano por elas causado à sociedade, podendo ser responsabilizados no caso de a executarem.

Assim, afigura-se-nos que poderá considerar-se a hipótese de fazer uso dos arts. 72.º e seguintes do CSC, de modo a que a sociedade ou o próprio credor ou sócio (quando diretamente afetados), obtenham compensação pelos prejuízos causados pelos administradores, nos casos em que seja notória a atuação contrária aos deveres previstos pelo art. 64.º do CSC, agindo os administradores no seu próprio interesse pessoal, prejudicando, com conhecimento, o interesse social.

No entanto, esta é uma possibilidade que deve ser considerada com cautela, tendo lugar, a nosso ver, apenas nas situações em que é absolutamente manifesta a excessividade da remuneração fixada, não sendo aplicável numa situação em que a sociedade simplesmente refugie os seus argumentos referindo que atribuiu um valor elevado devido ao facto de, por exemplo, procurar estimular os administradores ou na expectativa de lucros futuros com base nas competências dos destes ou na situação próspera que a sociedade atravessava, sendo estas situações pelas quais o administrador não poderá ser responsabilizado.

É de lamentar, após sucessivas alterações e atualizações dos corpos legislativos que regulam esta matéria, que esta temática esteja ainda por esclarecer no direito nacional, verificada a importância central da remuneração dos administradores no seio da *corporate governance*.

Veremos de que modo a Diretiva UE 2017/828 poderá conduzir à implementação de soluções *ex post*.

---

<sup>90</sup> ABREU, J. M. Coutinho de, *ob cit.*, p. 52

## V. O *say on pay* e a sua evolução

Conforme temos vindo a expor, a crise da primeira década do séc. XXI direcionou um foco de atenção para a necessidade de reforma das políticas remuneratórias. A necessidade de balançar o incentivo a políticas de longo prazo, de consistência na *performance* da sociedade, e, em particular, de alinhar os interesses dos acionistas (da sociedade) com os dos seus administradores, culminou no dever de *say on pay*.

O *say on pay* surgiu legislado primeiramente no Reino Unido, no Companies Act de 2006, que estatuiu a necessidade de existir um voto com carácter consultivo relativo à remuneração dos administradores, em cada assembleia geral anual de revisão de contas, devendo os administradores publicar num relatório os seus pacotes remuneratórios.<sup>91</sup>

Nos Estados Unidos, a reforma legislativa introduzida pelo Dodd-Frank Act de 2010 apresenta o voto dos acionistas como modo de evitar os níveis excessivos de remuneração atribuídos aos administradores, e, ainda, a adoção de políticas que relacionassem a *performance* com a remuneração.<sup>92</sup>

Nas palavras de Paulo Câmara, o *say on pay* trata-se de um “dever de apresentação à assembleia geral de uma declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização”<sup>93</sup>, cobrindo “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”.<sup>94</sup>

Em Portugal, conforme já esclarecemos, de facto, os acionistas têm um papel de relevo na fixação da remuneração dos administradores executivos. O mesmo não se passa

---

<sup>91</sup> Artigo 439 (1) do Companies Act, de 2006, na sua versão original, podia ler-se “A quoted company must, prior to the accounts meeting, give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors’ remuneration report for the financial year.”, (4) “The existing directors must ensure that the resolution is put to the vote of the meeting.” (consultado in [www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk))

<sup>92</sup> FISCH, Jill, PALIA, Darius, SOLOMON, Steven Davidoff, “*Is say on pay all about pay? The impact of firm performance*”, [em linha] in *Harvard Business Law Review*, Vol. 8, Rev. 101, 2018, [consultado a 17-09-2019], disponível em HeinOnline

<sup>93</sup> CÂMARA, PAULO, “*Say on Pay: o dever de apreciação de política remuneratória pela Assembleia Geral*”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, ano I, n.º 2, Almedina, p. 322

<sup>94</sup> CÂMARA, Paulo— *ob. cit.*, p. 324

em alguns outros Estados-membros, daí que exista a necessidade de adaptar o *say on pay* de acordo com as particularidades de cada ordenamento jurídico e modelo societário.

Paulo Câmara considera que existem essencialmente três finalidades para a aplicação do *say on pay*: promoção de troca de informação, de legitimação de escolhas quanto à remuneração e de indução a melhores práticas.<sup>95</sup>

Quanto à finalidade de informação, sugerimos a sua divisão em duas vertentes: a primeira, consiste no aumento das facilidades de acesso e partilha de informação com maior qualidade entre administradores e acionistas, incentivando a sua presença nas assembleias gerais e aumentando a qualidade do seu voto; a segunda, consiste no dever de tornar pública a declaração sobre a política de remuneração, ou das próprias remunerações que sejam fixadas, preservando para além do interesse dos próprios acionistas, os interesses dos potenciais investidores e do mercado.

Por sua vez, o efeito legitimador resulta do escrutínio que é feito à remuneração dos administradores, relevante para a captação de melhores gestores, e para evitar os conflitos de agência, considerando que é analisada, discutida e divulgada a remuneração e os alicerces em que esta se baseia.

Por último, crê o autor que terá também a vantagem de induzir a prática de melhores políticas remuneratórias, que premeiem os administradores com melhor desempenho, atribuindo valores remuneratórios proporcionalmente adequados à *performance* da sociedade, “captando e fidelizando os gestores talentosos”<sup>96</sup> e procurando alinhar os interesses dos administradores com os da sociedade e os seus acionistas.

Apesar de possuir uma larga maioria de apoiantes, e de ser natural concluir que um voto informado sobre as políticas remuneratórias seja relevante para impedir determinadas anomalias<sup>97</sup>, conforme se verifica pelas sucessivas alterações legislativas no sentido de o facilitar, não se pode concluir que a eficácia do *say on pay* seja uma garantia de todas estas vantagens, ouvindo-se também opiniões no sentido de duvidar dessa eficácia.

---

<sup>95</sup> CÂMARA, Paulo— *ob. cit.*, p. 327 e ss.

<sup>96</sup> CÂMARA, Paulo— *ob. cit.*, p. 329

<sup>97</sup> CÂMARA, Paulo— *ob. cit.*, p. 329



Ora, uma palavra para notar que nos modelos de governação em que a fixação da remuneração dos administradores seja uma competência natural dos acionistas, o *say on pay* não possui, naturalmente, a mesma relevância que noutros modelos em que exista um maior afastamento destes relativamente a estas funções.

Por outra, o *say on pay* depende também da própria relação entre administradores e acionistas (se é mais ou menos propícia a conflitos de interesses) e da vontade e incentivo destes em participar nas decisões relativas à vida societária.

As preocupações quanto às políticas remuneratórias e ao alinhamento destas com os interesses sociais não são recentes, sendo evidente o crescimento da regulação nesta matéria.

A evolução regulatória na Europa<sup>98</sup> começou aquando das primeiras crises do início do sec. XXI, através de duas Recomendações da Comissão Europeia, em 2004<sup>99</sup> e 2005<sup>100</sup>, a primeira sobre a remuneração dos administradores de sociedades cotadas e a segunda sobre o papel dos administradores não-executivos ou membros do conselho de supervisão e os comités do conselho de administração ou de supervisão.

Estas Recomendações tinham como principais objetivos assegurar a transparência das práticas de remuneração, reforçar o controlo acionista sobre essas mesmas práticas, introduzindo o voto obrigatório ou consultivo relativamente à política de remunerações, o fortalecimento do controlo da remuneração individual através da sua divulgação, assim como o melhoramento da supervisão não executiva, de forma independente.

Estas vieram a ser completadas em 2009<sup>101</sup>, já após a publicação da primeira Diretiva dos Direitos dos Acionistas (DDA), implementando princípios relativos à estrutura

---

<sup>98</sup> Nos Estados-Unidos, foram adotadas medidas, como vimos, com maior relevância, através do *Sarbanes-Oxley Act* e do *Dodd-Frank Act*.

<sup>99</sup> Recomendação n.º 2004/913/CE, de 14 de dezembro. Em traços largos, os quatro pontos essenciais desta recomendação eram: a divulgação de informação sobre a política de remuneração (estrutura, conteúdo, critérios de avaliação de desempenho) dos administradores das sociedades cotadas, em conjunto com a prestação de contas anuais; a sujeição dessa política ao voto consultivo ou vinculativo dos acionistas; a divulgação em termos individuais da remuneração integral, incluindo componentes e origem; e a necessidade de aprovação prévia por parte dos acionistas, dos planos de remuneração baseados em ações ou opções sobre ações.

<sup>100</sup> Recomendação n.º 2005/162/CE, de 15 de fevereiro. Com maior relevância para o tema em estudo, destaca-se a proposta do comité de remuneração, com o propósito de evitar situações de conflito de interesses.

<sup>101</sup> Recomendação da Comissão 2009/385/CE que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas, (publicada no JOUE L 120/28 de 15-05-2009) e Comunicação da Comissão que acompanha a Recomendação da Comissão

da política remuneratória e à governação societária, com vista a promover a sustentabilidade da sociedade e os investimentos com objetivos de longo prazo.

Assim, surgem com a Recomendação de 2009 as preocupações com o equilíbrio entre objetivos de curto e longo prazo, gestão de risco e alinhamento entre as políticas remuneratórias e o desempenho sustentável das sociedades.<sup>102</sup>

A Recomendação elabora um conjunto de princípios que devem ser tidos em conta aquando da elaboração e execução das políticas remuneratórias, dando orientações quanto à sua estrutura e governação.

Em termos de estrutura da política remuneratória, prevê a Recomendação o equilíbrio entre as componentes fixas e variáveis da remuneração, devendo as componentes variáveis estar sujeitas a critérios de desempenho e devendo ser diferida a sua atribuição, podendo inclusivamente a sociedade reclamar componentes variáveis já pagas de acordo com dados que venham a provar terem sido “manifestamente declarados de forma incorreta”.

Exige ainda que exista uma articulação entre a remuneração atribuída e o desempenho, a curto e longo prazos.

Toda esta tendência de evolução recomendatória, a par da Diretiva dos Direitos dos Acionistas de 2007, culminou na introdução no ordenamento jurídico português da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, que 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 respetivo regime sancionatório.

---

que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas, de 30 de abril de 2009

<sup>102</sup> A Comissão apresenta também nesta altura uma Recomendação (2009/384/CE, de 30 de abril de 2009) relativa às suas preocupações específicas quanto ao setor dos serviços financeiros, nomeadamente quanto à assunção de riscos excessivos e “incentivos perversos”, dirigindo-se a todos os setores financeiros, independentemente da dimensão, e de se tratar de uma sociedade cotada ou não.

Esta Recomendação introduz princípios quanto à estrutura das políticas de remuneração, a sua elaboração, funcionamento, divulgação aos acionistas e supervisão, devendo estas ser “consistentes com uma gestão sólida e eficaz do risco e promovê-la”.

Demonstra, de igual modo, preocupações quanto à componente variável da remuneração, devendo esta ser atribuída com base no desempenho a longo prazo e ajustadas em “função do risco, do custo do capital e da liquidez”. Deve, à semelhança da recomendação feita para todas as sociedades cotadas, uma parte da atribuição da componente variável ser diferida, podendo também a instituição financeira reclamar a devolução dessas componentes caso se venha a comprovar a existência de dados que tenham sido declarados de forma incorreta.

Conforme veremos aquando do tratamento da transposição da DDA II, esta teve como consequência a revogação da Lei n.º 28/2009. Porém, a sua análise não se revela despicienda, no sentido de perceber a forma como foi legislado o *say on pay* no nosso país.

Assim, a ideia de haver algum tipo de controlo e de “prestação de contas” e apresentação à assembleia geral de uma declaração sobre a política remuneratória dos administradores (*say on pay*) não é nova em Portugal, tendo sido introduzida pela Lei supramencionada.

A escolha de inserção desta matéria num diploma que se debruça sobre a disciplina sancionatória financeira é criticada<sup>103</sup>, tanto pelo facto de resultar numa dispersão legislativa, contrária à tendência de tentativa de uniformização das fontes de governação das sociedades, como pelo facto de o âmbito de aplicação do *say on pay* ser transcendente a matéria sancionatória e ao sistema financeiro.<sup>104</sup>

Na base da introdução deste dever está precisamente a crença de que, entre as razões para a eclosão da crise financeira, estavam as políticas remuneratórias que compensavam riscos excessivos ou decisões baseadas em perspetivas de sucesso a curto prazo.

A voz dos acionistas revelou-se um fator de incentivo e controlo às políticas remuneratórias, de forma a promover a aplicação de políticas de maior sustentabilidade e com objetivos de longo prazo.

Assim, a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho veio introduzir em Portugal um regime de *say on pay*, através da obrigatoriedade de “o órgão de administração ou a comissão de remuneração, caso exista, das entidades de interesse público” submeterem “anualmente, a aprovação da assembleia geral uma declaração sobre a política de remuneração dos membros dos respetivos órgãos de administração e de fiscalização” (art.º 2.º, n.º 1).

---

<sup>103</sup> Vide, por todos, CÂMARA, Paulo, *in ob. cit.*, p.331 “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.”

<sup>104</sup> Neste sentido também se pronunciou o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, ao concluir, no seu comentário ao Anteprojeto de transposição da Diretiva (UE) 2017/828, que a revogação da Lei n.º 28/2009 “contribui, de alguma forma, para a coerência sistemática do regime aplicável às entidades do setor financeiro em matéria de políticas remuneratórias” e que “a manutenção em vigor da Lei n.º 28/2009 seria indutora de incerteza e desproporcional quanto às entidades que continuariam a estar-lhes sujeitas.”

Este diploma identifica como entidades de interesse público as enumeradas no DL n.º 225/2008, de 20 de novembro<sup>105</sup>, que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, e ainda, as sociedades financeiras e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões, pelo que o seu âmbito de aplicação era bastante alargado.

A supramencionada lei previa determinadas informações que deveriam constar da declaração sobre as remunerações (alinhamento de interesses do órgão de administração com a sociedade, critérios de definição das componentes variáveis da remuneração e outras normas no que respeita à atribuição da remuneração variável, planos de atribuição ou de opção de aquisição de ações) (art. 2.º, n.º 3).

Da lei constava ainda a divulgação, “nos documentos anuais de prestação de contas, a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização”, bem como o “montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual”. (art.º 3.º)

A violação destas regras, no caso das sociedades cotadas, constituía uma contra-ordenação muito grave, punível nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 388.º do Código dos Valores Mobiliários, sendo aplicável o regime previsto nos artigos 388.º a 422.º daquele Código.” (art. 4.º).

A par da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, foram publicados diversos regulamentos relevantes: o Regulamento n.º 1/2010 da CMVM (dirigido às sociedades cotadas), o Aviso n.º 1/2010 do Banco de Portugal (dirigido às instituições de crédito e sociedades financeiras gestoras discricionárias de ativos) e, ainda a Norma Regulamentar n.º 5/2010-R do Instituto de Seguros de Portugal (dirigida às empresas de seguros e resseguros e sociedades gestoras de fundos de pensões).

---

<sup>105</sup> Isto é: Os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado; As instituições de crédito que estejam obrigadas à revisão legal das 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 um activo líquido total superior a € 300 000 000.

Uma crítica feita por PAULO CÂMARA relativamente ao regime de *say on pay* previsto anteriormente na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho é que da não aprovação da “declaração sobre a política de remuneração [seria] difícil retirar (...) um sentido juridicamente preciso e nesse sentido eficazmente condicionador da atuação [do] órgão com competência decisória.”<sup>106</sup>, podendo o voto negativo dos acionistas influenciar ou não na fixação da remuneração, já que nada se previa quanto às consequências de um voto negativo.

No entanto, a prática era a da submissão de nova declaração a votação da assembleia geral (apesar de a lei não prever essa obrigação), e manutenção do regime remuneratório anteriormente vigente.

A Lei previa que a proposta pudesse ser apresentada pelo órgão de administração ou pela comissão de remunerações. Esta solução poderá, à primeira vista, não fazer muito sentido, já que, nos termos legais previstos pelo CSC, como *supra* exposto, a competência para a fixação da remuneração dos administradores pertence, no modelo clássico, à assembleia geral ou a comissão por esta designada ou, no caso do modelo de governo societário dualista, tal competência cabe ao conselho geral e de supervisão ou a uma sua comissão de remuneração ou, no caso em que o contrato de sociedade assim o determine, à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por esta nomeada.

No entanto, o critério que terá presidido a esta decisão do legislador terá sido o de permitir que um órgão com maiores informações e especialização se encontre numa posição que permita estabelecer “critérios de desempenho mais adequados e idóneos para a fixação ulterior da remuneração variável”<sup>107</sup>. Isto é, apesar de não terem a competência para fixar as suas próprias remunerações (salvo se forem acionistas e votarem nessa qualidade), a sua intervenção ao nível da proposta apresentada à assembleia poderá resultar no aprimoramento da qualidade e da informação que baseia essa mesma proposta, a ser avaliada pelos acionistas.

Noutra hipótese, ao referir o “órgão de administração”, a Lei poderá estar a fazer referência aos administrados não-executivos, que serão preferencialmente independentes e ocupam uma posição também privilegiada e informada.

---

<sup>106</sup> CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, p. 334 e 335

<sup>107</sup> CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, p. 336 e 337

Também o *Action Plan* da Comissão de 2012 enuncia claramente alguns aspetos que devem ser tidos em conta na formulação das políticas remuneratórias e respetiva participação acionista na mesma. Não obstante, a sua aplicação tem particularidades que são sobremaneira diferentes conforme o sistema de governação de sociedades, variando consoante o ordenamento jurídico, considerando as diferenças entre modelos societários, especialmente quanto ao modo de fixação da remuneração e respetiva maior ou menor influência acionista.<sup>108</sup>

Analisaremos mais a fundo a eficácia do *say on pay* e do seu regime hodierno, quando nos debruçarmos sobre a forma como esta figura aparece na DDA II, *infra*.

---

<sup>108</sup> O respeito pela diversidade de modelos de governo de sociedade vem previsto, conforme veremos, na DDA II, no seu considerando 28 “É importante respeitar a diversidade dos sistemas de governo das sociedades na União, a qual reflete as diferentes conceções dos Estados-Membros quanto ao papel das sociedades e dos órgãos responsáveis pela definição da política de remuneração e da remuneração de cada administrador.”

## VI. A Diretiva dos Direitos dos Acionistas 2007/36/CE e a sua transposição para o ordenamento jurídico nacional – breve abordagem

Até à adoção da Diretiva de 2007, cada Estado-membro regulava de forma diferente áreas relacionadas com os relatórios financeiros e com o modo e alcance da participação acionista na política remuneratória.<sup>109</sup>

A Diretiva dos Direitos dos Acionistas de 2007 surgiu como resultado de uma preocupação por parte do legislador comunitário em facilitar e incentivar uma maior participação e um maior controlo por parte dos acionistas das sociedades cotadas do governo da sociedade, de modo a combater a apatia destes relativamente à vida societária, tornando o seu papel mais relevante do que a mera detenção de um ativo.<sup>110</sup>

As suas intenções acabam por se encontrar resumidas no considerando 3. Atentemos: “Os acionistas com direito de voto deverão poder exercer esses direitos, dado que são refletidos no preço pago pela aquisição das ações. Além disso, sendo uma condição indispensável para o bom governo das sociedades, o controlo eficaz por parte dos acionistas deverá ser facilitado e incentivado. É, pois, necessário adotar medidas para aproximar as legislações dos Estados-membros nessa direção. Por conseguinte, deverão ser eliminados os obstáculos ao exercício do direito de voto pelos acionistas, como a subordinação do exercício desse direito ao bloqueio das ações durante um determinado período antes das assembleias-gerais”.

Com efeito, a Diretiva reflete a estratégia estabelecida com o plano de ação “*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades da União Europeia – Uma estratégia para o futuro*”, anunciado pela Comissão na sua comunicação de 21 de maio de 2003.

Na sua redação inicial, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas começou por investir na melhoria do acesso destes à informação e na simplificação das formas de participação e

---

<sup>109</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, “*Upcoming challenges on regulating remuneration of the directors and implementing remuneration policies*” [em linha], consultado no dia 17-09-2019, disponível em HeinOnline, p. 328

<sup>110</sup> ROLO, António Garcia “*As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspectivas de transposição*”, in Revista Direitos das Sociedades, Ano IX (2017), n.º 3, p. 559

votação nas assembleias gerais das sociedades cotadas, focando-se nas regras relativas ao funcionamento das mesmas.<sup>111</sup>

Para isso, promoveu métodos de votação mais cómodos, inclusivos, e que envolvessem menos encargos, facilitando o voto eletrónico, o voto por correspondência, o voto por procuração, impedindo os Estados-membros de fazerem exigências para além das essenciais à verificação da identificação de cada acionista.

Houve uma ampla discussão no momento da transposição da Diretiva para o ordenamento nacional, relativamente a qual o diploma mais adequado a receber as alterações por esta impostas, entre o CVM e o CSC.<sup>112-113</sup>

A Diretiva acaba por ser transporta em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio,<sup>114</sup> resultando maioritariamente em alterações e aditamentos ao CVM, no respeitante a matérias relativas à votação, funcionamento das assembleias gerais e participação acionista.

Foi alterado o art. 380.º, n.º 1 do CSC, clarificando a impossibilidade de impedir ou limitar a participação acionista através de um representante.

Foi alterado o CVM, sendo aditados os artigos 21.º-B e 23.º-D, relativos à convocatória e à ata da assembleia geral de sociedade aberta; e os artigos 21.º-C, 23.º-A, 23.º-B e 23.º-C, quanto à preparação e funcionamento da assembleia geral de sociedade cotada. Foram também alterados os artigos 22.º, 23.º, 232.º e 249.º do mesmo corpo legal de normas.

---

<sup>111</sup> Como classifica ANTÓNIO GARCIA ROLO “operar um renascimento da participação acionista” (*in ob, cit.*, p. 559)

<sup>112</sup>Cravo, Laura Abreu “*Publicação da alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas de Sociedades Cotadas [Diretiva (UE) 2017/828]*” in *Revista de Direito das Sociedades IX* (2017), 3, p. 729 “Por um lado, desde 1999, o CVM contempla um conjunto de preceitos dedicados em especial às sociedades abertas. Por outro lado, no CSC permaneciam (e permanecem) diversas disposições especialmente aplicáveis às sociedades cotadas.”; *vide também* Rolo, António Garcia *in ob, cit.*, p. 560);

<sup>113</sup> Esta opção é criticada, entre outros, por Menezes Cordeiro, que considera que já que esta transposição versa essencialmente sobre o funcionamento das assembleias gerais, por motivos de sistematização e organização, e dado que as sociedades abertas e cotadas são sociedades anónimas, as normas relativas ao seu funcionamento deveriam estar todas contidas no mesmo local: o CSC. “*A Diretriz 2007/36, de 11 de julho (accionistas de sociedades cotadas): comentários à proposta de transposição*” in *ROA*, ano 2008, n.º 68, Vol. II/III pp. 533-534

<sup>114</sup> Verificando-se um atraso considerável na sua transposição, à semelhança do que hoje acontece com a Diretiva II, que devia ter sido transposta até ao dia 19 de junho de 2019.



As alterações legislativas refletiram o esforço do legislador em reforçar as regras relativas ao direito de voto dos acionistas das sociedades cotadas, nomeadamente facilitando o funcionamento das suas assembleias gerais, salientando-se a natureza especialíssima face ao regime já de si também especial, das sociedades abertas (em relação ao regime geral, previsto no CSC).

Ademais, a Diretiva visava ainda reforçar o papel fiscalizador dos acionistas, evitando que a apatia que lhes é característica tivesse consequências nefastas para a sociedade. Ora, este, como veremos, não é um entendimento consensual, já que se revela fraturante a questão de saber se de facto existe uma insuficiência do envolvimento acionista na União Europeia e, ainda, se a solução para os problemas que a Diretiva visa corrigir devem verdadeiramente passar por ampliar os direitos e deveres daqueles.

De notar, ainda, que, apesar de esta Diretiva estar prevista para as sociedades cotadas, o legislador nacional optou por alargar o âmbito de aplicação de algumas das suas normas a todas as sociedades abertas<sup>115</sup>, alterando-se também algumas disposições aplicadas ao regime deste tipo societário.<sup>116</sup>

Fazendo nossas, com a devida vénia, as conclusões de ANTÓNIO GARCIA ROLO:

“Não se nega a importância de alguns problemas e dúvidas trazidas pelas alterações (...) [introduzidas pela Diretiva], e as suas consequências na identificação dos beneficiários efetivos das participações e exercício do direito de voto. No entanto, a Diretiva parece ter tido relativo sucesso na harmonização, a nível europeu, de aspetos importantes do regime das sociedades cotadas, sem prejuízo de, como já se referiu, a ordem jurídica portuguesa já prever, à data, soluções que tutelavam algumas das preocupações da Diretiva.”<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> A título exemplificativo, o art. 21.º-B, n.º1 e o art. 23.º-D, aditados ao CVM na sequência da transposição da DDA, como vimos, são aplicados a todas as sociedades abertas.

<sup>116</sup> Segundo JOÃO LABAREDA, temos três estatutos jurídicos diferentes de carácter gradativo – sociedade anónima comum, sociedade aberta e sociedade cotada – e, a cada degrau que se sobe, mais restritivo se torna o regime legal, com o reforço da injuntividade do mesmo, passando de um regime geral, para um regime especial e para um regime especialíssimo, sendo sucessivamente crescentes as especificidades de cada um – “*Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais das sociedades cotadas*” in *Direito das Sociedades em Revista*, ano III (2011), vol 5, p. 91

<sup>117</sup> *ob, cit.*, p 562

## VII - Novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e substituição do Código da CMVM

Em Portugal, “os ecos do movimento da *corporate governance*”<sup>118</sup>, têm-se sentido, conforme explanado, ao nível do plano regulatório e recomendatório, nomeadamente, com a existência de recomendações, regulamentos e códigos de *corporate governance*, elaborados pela CMVM e pelo IPCG.

A 13 de outubro de 2017 (e, portanto, já após a publicação da Diretiva de 2017), a CMVM e o IPCG assinaram um protocolo relativo aos princípios de cooperação entre ambos, no âmbito da entrada em vigor do novo Código de Governo das Sociedades do IPCG de 2018, passando aquele a ser o único código português de governação das sociedades disponível, contendo recomendações cujo principal alvo são as sociedades cotadas no mercado de capitais português, com caráter voluntário e autorregulatório, baseado no princípio *comply or explain*.<sup>119</sup>

Anteriormente, vigoraram dois códigos de governo das sociedades em Portugal, o código da CMVM de 2013 e o do IPCG, de 2015, não sendo este segundo acolhido por nenhum emitente.<sup>120</sup> Esta bifurcação e divisão de orientações no que diz respeito à governação de sociedades não fazia sentido, particularmente num mercado de capitais pequeno como é o português.

Assim, do diálogo prolongado entre a CMVM e o IPCG foram resultando diversas alterações e apreciações, até se atingir o consenso, relativamente a um único código de *Corporate Governance*, que procurasse adaptar as melhores práticas de governação societária fomentadas a nível internacional, à realidade do mercado nacional.<sup>121</sup>

Destacam-se os principais tópicos<sup>122</sup> abordados no código:

---

<sup>118</sup> ANTUNES, José A. Engrácia, “*Direito das sociedades: parte geral*”, 9.ª edição, revista e atualizada, Almedina, 2020, p. 294

<sup>119</sup> ANTUNES, José A. Engrácia, *ob. cit.*, p. 295. No mesmo sentido O Código de Corporate Governance do IPCG de 2018, na sua pág. 3, afirmando que este tem como “destinatários naturais” as sociedades abertas (em particular, as emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado) e, não sendo de natureza vinculativa, é de adesão voluntária, assentando a sua observância no princípio *comply or explain*.

<sup>120</sup> GOMES, José Ferreira, “*O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a substituição do Código da CMVM*”, in *Revista Direito das Sociedades IX* (2017), 4, p. 980

<sup>121</sup> GOMES, José Ferreira, *ob. cit.*, p. 982

<sup>122</sup> Seguimos JOSÉ FERREIRA GOMES, *ob. cit.*, p. 982

- Fluxos de informação
- Participação dos acionistas na vida da sociedade
- Funcionamento e articulação dos órgãos sociais, administração não-executiva e fiscalização;
- Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas
- Avaliação anual do desempenho
- Nomeações
- Gestão de risco
- Revisão legal de contas e a sua fiscalização e
- Remuneração (e *say on pay*) - o tema que mais nos interessa e o único que visitaremos

De modo a facilitar a introdução das recomendações do Código, este é totalmente neutro aos modelos de governação escolhidos pelas sociedades e não contém quaisquer exigências a nível de conteúdo estatutário.

O Código é composto por princípios e por recomendações. Conforme especifica no seu preâmbulo “A função dos princípios consiste, desde logo, em fixar uma base para a interpretação e para a aplicação das recomendações, mas também em oferecer um fundamento qualitativamente relevante para o *explain*: o cumprimento do princípio, só por si, não permite afirmar o cumprimento das recomendações, mas permite uma apreciação positivamente diferenciada do incumprimento. Em todo o caso, os princípios não são, por si, objecto de declaração de cumprimento.”

Atentemos nos princípios estipulados pelo IPCG no que diz respeito à intervenção dos acionistas:

*“II.A. O adequado envolvimento dos acionistas no governo societário constitui um factor positivo de governo societário, enquanto instrumento para o funcionamento eficiente da sociedade e para a realização do fim social.*

*II.B. A sociedade deve promover a participação pessoal dos acionistas nas reuniões da Assembleia Geral, enquanto espaço de comunicação dos acionistas com os órgãos e comissões societários e de reflexão sobre a sociedade.*

*II.C. A sociedade deve ainda permitir a participação dos acionistas na Assembleia Geral por meios telemáticos, o voto por correspondência e, em particular, o voto electrónico, salvo quando tal se mostre desproporcional tendo em conta, designadamente, os custos associados.”*

Já no que concerne à administração executiva, o Código aconselha a adoção dos seguintes princípios:

*“IV.A Como forma de aumentar a eficiência e a qualidade do desempenho do órgão de administração e o adequado fluxo de informação para este órgão, a gestão corrente da sociedade deve pertencer a administradores executivos com as qualificações, competências e a experiência adequadas à função. À administração executiva compete gerir a sociedade, prossequindo os objectivos da sociedade e visando contribuir para o seu desenvolvimento sustentável.*

*IV.B Na determinação do número de administradores executivos, devem ser ponderadas, além dos custos e da desejável agilidade de funcionamento da administração executiva, a dimensão da empresa, a complexidade da sua atividade e a sua dispersão geográfica.”*

Comprovadamente, o Código move-se nas mesmas águas em que o legislador europeu tem navegado, procurando não só reforçar a qualidade do desempenho do exercício das funções dos administradores executivos, através de recomendações quanto à adequada experiência e formação destes; como à promoção do maior envolvimento dos acionistas e facilitação da sua participação.

O capítulo V do Código, denominado “Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações” é aquele com maior relevância para o nosso estudo. Vejamos.

No que diz respeito aos princípios a ter em conta aquando da fixação da política de remuneração, prevê *“A política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados, induzir o alinhamento de interesses com os dos acionistas — tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado — e constituir um factor de desenvolvimento de uma cultura de profissionalização, de promoção do mérito e de transparência na sociedade.”*

Estes princípios vão em larga medida de encontro ao que já vinha previsto nas diversas recomendações e Códigos de *Corporate Governance* da CMVM e que acaba agora reforçado com a publicação da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, conforme veremos.

No que diz respeito às remunerações dos membros dos órgãos sociais, o Código do IPCG recomenda a constituição de uma comissão independente, com competência para aprovar a política de remuneração<sup>123</sup>; à declaração sobre a política de remuneração<sup>124</sup> (na altura, ainda, nos termos previstos no art. 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho), à fixação pela comissão do regime de pensões dos administradores, estabelecendo um limite máximo de todas as remunerações a pagar em virtude da cessação de funções (os chamados *golden parachutes*)<sup>125</sup>, aos esclarecimentos a prestar aos acionistas por parte do presidente da comissão, na assembleia geral<sup>126</sup>; e à contratação, pela comissão, em nome da sociedade, de serviços de consultoria independentes que a auxiliem no exercício das suas funções<sup>127</sup>.

Relativamente à remuneração dos administradores executivos<sup>128</sup>, os princípios prescritos no Código vão no sentido de que estes sejam compensados de acordo com a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade, garantindo que a sua atuação seja concordante com os interesses de longo prazo dos acionistas “bem como de outros que estes expressamente definam”. A remuneração deve, ainda, premiar o desempenho dos administradores.

Recomenda ainda o Código que a remuneração tenha em conta o alinhamento dos interesses da sociedade e dos administradores executivos, devendo, portanto, uma parte ter natureza variável, que reflita o desempenho da sociedade e não estimule a assunção de riscos elevados.<sup>129</sup>

---

<sup>123</sup> Recomendação V.2.1 e V.2.2

<sup>124</sup> Recomendação V.2.3

<sup>125</sup> Recomendação V.2.4.

<sup>126</sup> Recomendação V.2.5.

<sup>127</sup> Recomendação V.2.6

<sup>128</sup> O glossário do Código define os administradores executivos como “os membros do conselho de administração executivo, os membros do conselho de administração a quem tiverem sido delegados poderes de gestão corrente, ao abrigo do disposto no art. 407º, nº 3, do Código das Sociedades Comerciais, e todos os administradores se o conselho de administração não tiver efectuado a referida delegação de poderes;”. Por outro lado, define órgão de administração como “o conselho de administração, nas sociedades que adotem o modelo clássico ou anglo-saxónico; o conselho de administração executivo, nas sociedades que adotem o modelo germânico”;

<sup>129</sup> Recomendação V.3.1

Prevê ainda que uma parte da componente variável seja parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos, devendo estar associada à verificação da sustentabilidade e sucesso da sociedade.<sup>130</sup>

Por outro lado, a remuneração variável deve ser composta por opções ou outros instrumentos direta ou indiretamente dependentes do valor das ações, devendo o início do período de exercício ser também diferido por um prazo não inferior a três anos.<sup>131</sup>

Adverte ainda que a sociedade deve antecipar a possibilidade de cessação de funções antes do termo do mandato, estando dotada de instrumentos jurídicos que não permitam o pagamento ao administrador de qualquer montante além do previsto na lei.<sup>132</sup>

Desta feita, constata-se que uma grande parte dos princípios e recomendações do *Novo Código de Corporate Governance* seguem a filosofia pela qual se move o legislador europeu, apesar de a Diretiva ir bastante mais além, inclusivamente em termos de princípios a seguir, tanto pelos acionistas como pelos administradores executivos, no exercício das suas funções e, em particular, no que toca à remuneração.

Neste sentido, o Código do IPCG é fruto do esforço concertado no sentido de criar um único documento em Portugal, com os princípios e recomendações essenciais às sociedades cotadas, e que respeite os diferentes modelos governativos, o que é de aplaudir, já que contribui para a coesão e harmonização, e facilita a sua adoção, mesmo tendo apenas natureza recomendatória.

Poderia ter sido mais elaborado e ter ido mais além, talvez esmiuçando de forma mais assertiva as suas intenções. No entanto, cremos que é claro e simples, o que também se afigura essencial num Código recomendatório.

Por fim, resta notar que o afastamento da CMVM da elaboração do Código de Governo das Sociedades deverá acentuar e permitir mais espaço para que exerça o seu papel essencial de supervisão.<sup>133</sup>

---

<sup>130</sup> Recomendação V.3.2

<sup>131</sup> Recomendação V.3.4

<sup>132</sup> Recomendação V.3.6

<sup>133</sup> Mota, António Gomes “Um código unificado de governo societário” in “O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros” (coord. Câmara, Paulo), Coimbra, Almedina, 2017, p. 65

Percorrido em traços (mais ou menos) largos o caminho histórico, legislativo e recomendatório da matéria que nos propomos tratar, estamos em condições de analisar as novidades e soluções introduzidas pela Nova Diretiva dos Direitos dos Acionistas, Diretiva (UE) 2017/828 (DDA II).

## VIII - A Nova Diretiva Dos Direitos dos Acionistas [(UE) 2017/828]

Os esforços encetados pela Diretiva<sup>134</sup> dos Direitos dos Acionistas de 2007, no incentivo ao envolvimento acionista e numa tentativa de facilitar a sua participação e acesso à informação, não responderam inteiramente às ambições do legislador europeu, vislumbrando-se a necessidade de a completar no que toca a permitir que a participação dos acionistas seja exercida com vista a atingir objetivos a longo prazo e a preservar a sustentabilidade das sociedades.

As falhas nos sistemas de governação das sociedades que ficaram a descoberto após a crise de 2007, geraram preocupação junto da Comissão Europeia, conduzindo à publicação do Plano de Ação da Comissão dedicado ao Direitos das Sociedades europeu e ao governo das sociedades de 2012<sup>135</sup>, cujos objetivos e preocupações essenciais eram ambiciosos<sup>136</sup> e passavam por aumentar a transparência, fomentar a participação dos acionistas, incentivando ao seu envolvimento, e apoiar o crescimento, criação de emprego e competitividade das sociedades da UE.

A revisão da Diretiva foi, assim, influenciada pelas conclusões a que se chegou quanto ao modo como as insuficiências de *corporate governance* estiveram na base da crise financeira.

Ficou demonstrado que os acionistas das sociedades cotadas tinham tendência para apoiar a assunção de riscos a curto prazo por parte dos administradores<sup>137</sup>, que o

---

<sup>134</sup> A partir deste capítulo, quando utilizarmos a expressão “Diretiva” será com referência à Diretiva (UE) 2017/828

<sup>135</sup> “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas” (COM/2012/0740), consultada em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=PT> a 26/05/2020)

<sup>136</sup> CRAVO, Laura Abreu – *ob. cit.*, p. 730

<sup>137</sup> Esta questão, que consta do Considerando n.º 2 da Diretiva é fortemente criticada por JOSÉ CARLOS GONZÁLEZ VÁSQUEZ (“Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre «say on pay» y «pay ratio rule» a luz de la Directiva (UE) 2017/828” in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 58, janeiro-abril 2020, pp. 21-52), que considera um contrassenso, não compreendendo o autor como pode vir a Diretiva de 2017 conferir mais poderes aos acionistas numa matéria em que conclui que estes apoiam a assunção de riscos excessivos por parte dos administradores. Esta é uma posição que, numa primeira análise, tendíamos a concordar, no entanto, após as restantes leituras, cremos que o objetivo da Diretiva era precisamente o de combater essa apatia e essa permissividade dos acionistas, não considerando que esta conclusão seja um contrassenso mas antes o próprio ímpeto para a imposição de um maior incentivo à intervenção por parte do corpo acionista, de modo a alterar o seu comportamento passivo.



acompanhamento por parte dos investidores institucionais e pelos gestores de ativos não era adequado ou era demasiado focado em objetivos de curto prazo e que um dos mais relevantes entraves ao maior envolvimento e exercício de direitos por parte dos acionistas eram os custos excessivos que essa participação implicava.<sup>138</sup> Notou-se, ainda, a falta de interesse dos acionistas em responsabilizar os administradores pelas suas ações e decisões.<sup>139</sup>

É, portanto, neste contexto que surge a Diretiva (UE) 2017/828, de 17 de maio de 2017<sup>140</sup>, não se tratando de uma Diretiva totalmente nova, mas antes de uma alteração da Diretiva 2007/36/CE, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

### **VIII. a) Âmbito de aplicação**

Nos termos do art. 1.º, n.º 1 alínea a), a Diretiva aplica-se aos acionistas “associados a ações com direito de voto nas assembleias-gerais das sociedades que têm sede social<sup>141</sup> num Estado-membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-membro.”

A Diretiva não tem efeito direto e imediato nos Estados-membros, havendo a necessidade de ser transposta, no prazo de 24 meses a partir da data da entrada em vigor da mesma.<sup>142\_143</sup>

### **VIII. b) Enquadramento geral dos seus objetivos**

---

<sup>138</sup> CRAVO, Laura Abreu – *ob. cit.*, p. 730

<sup>139</sup> GARRIDES PORTUGAL, S.P.L., - “Comentário Corporate Governance – Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, 1-2017 (29 de maio), consultado em [www.garrigues.com](http://www.garrigues.com), p. 1

<sup>140</sup> Publicada no JOUE L-132 de 20 de maio de 2017

<sup>141</sup> ANTÓNIO GARCIA ROLO tece a crítica de que o conceito de sede social não é suficientemente claro, ficando por esclarecer se se trata da sede estatutária ou da sede efetiva (*in ob. cit.*, p. 564)

<sup>142</sup> Nos termos do art. 288.º, n.º 3 do TFUE, as diretivas vinculam os Estados-Membros destinatários “quanto ao resultado a alcançar, deixando, no entanto, às instâncias nacionais a competência quanto à forma e aos meios”. Assim, a sua aplicação requer, em princípio, um ato de transposição para o Direito interno (em Portugal, nos termos do art. 112.º, n.º 8 da CRP, feita através de lei, decreto-lei, ou decreto-legislativo regional).

<sup>143</sup> Todos os Estados-Membros o deveriam ter feito até junho de 2019, no entanto, alguns ainda não o fizeram, e outros, à semelhança de Portugal, fizeram-no tardiamente.

Nos seus Considerandos, ficam patentes quais as motivações que deram origem à às alterações da Diretiva 2007/36/CE, com o objetivo de incentivar o envolvimento dos acionistas e impulsionar políticas de longo prazo.

As suas disposições podem ser divididas em diferentes objetivos fundamentais: a facilitação da identificação e exercício dos direitos dos acionistas; o reforço das regras de transparência no que toca a investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação; a introdução de um regime de controlo acionista sobre as transações com partes relacionadas, e o reforço do controlo e participação acionista no referente à política remuneratória dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades cotadas.

Este último, no respeitante aos administradores, é aquele sobre o qual iremos incidir a nossa atenção, sendo o foco desta dissertação, pelo que será o único que desenvolveremos com maior detalhe.

Assim, no que se relaciona com o reforço da identificação dos acionistas junto dos emitentes, passa a estatuir a DDA II que, em relação a elementos constantes das contas de valores mobiliários, seja prestada a informação necessária para a identificação dos titulares desses valores mobiliários ou para exercício de direitos inerentes a esse.

Uma norma com aplicabilidade prática também para a matéria que nos importa é a previsão da necessidade de confirmação dos votos expressos por via eletrónica (particularmente relevante nas sociedades transfronteiriças, e mesmo no contexto de pandemia que se vive atualmente, em que muitas sociedades optaram por reunir e votar utilizando meios telemáticos).

Relativamente à transparência da informação, os investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação passam a estar sujeitos a normas mais exigentes, reforçando a transparência da forma como investem e se envolvem nas sociedades. Para além disso, são incentivados a adotar estratégias que visem objetivos de médio a longo prazo e a considerar fatores como a responsabilidade social, ambiental e a sustentabilidade da sociedade. As regras aplicáveis a estes estão sujeitas ao princípio *comply or explain*.

No caso específico dos consultores em matéria de votação, estes estão obrigados a divulgar informações relativas à forma como prepararam as recomendações de voto, devendo adotar códigos de conduta e apresentar relatórios.

Relativamente às normas sobre as transações com partes relacionadas, estas têm de ser sujeitas a aprovação por parte da assembleia geral ou dos órgãos de administração/fiscalização e as sociedades passam a estar obrigadas a divulgar publicamente as transações relevantes e com maior potencial de afetação dos acionistas minoritários, no máximo, até à altura da sua conclusão.

Devido à importância de algumas das disposições para a própria eficácia das normas que reforçam o controlo das políticas remuneratórias, vamos, sumariamente, expor as que consideramos que têm mais influência na matéria objeto do nosso estudo, numa perspetiva de verificar o modo como os objetivos que estão por detrás destas se relacionam com o tema.

**i) Importância da identificação dos acionistas para o exercício dos seus direitos**

Apesar de não estar relacionado de forma direta com o tema da nossa dissertação, cremos que será útil abordar a importância das normas que a Diretiva introduz no que diz respeito à identificação dos acionistas, já que são cruciais para o melhor exercício dos seus direitos (entre os quais, aqueles relacionados com o seu papel ativo na definição das políticas remuneratórias).

Em primeiro lugar, no que respeita aos direitos de participação e voto dos acionistas, estes serão o seu exercício ainda mais facilitado, estando os intermediários obrigados a assegurar a transmissão de informação necessária entre sociedade e acionistas (e vice-versa).

Neste sentido, a Diretiva prevê que os Estados-membros assegurem que, a pedido da sociedade ou de um terceiro designado pela mesma, os intermediários comuniquem informações relativas à identidade dos acionistas.

A identificação dos acionistas é considerada uma condição para a comunicação entre estes e a sociedade, pelo que se afigura necessário melhorar a transmissão à sociedade de algumas informações relativas à identificação dos seus acionistas, de modo a facilitar o exercício dos direitos de voto e incentivar ao seu maior envolvimento.<sup>144</sup>

Sobre esta temática, é inserido o capítulo I-A, designado “Identificação dos acionistas, transmissão de informações e facilitação do exercício dos direitos dos acionistas” e, dentro deste, o artigo 3.º-A “Identificação dos acionistas”.

Por conseguinte, conforme vimos, a Diretiva prevê que os Estados-membros devem assegurar que, a pedido da sociedade ou de um terceiro designado pela mesma, os intermediários comuniquem à sociedade as informações relativas à identidade dos acionistas. Nos termos da Diretiva, pode ser estipulado que se autorize apenas a solicitação de informação relativa à identificação de acionistas cuja percentagem de ações ou direitos de voto seja superior a um determinado valor percentual, não permitindo, contudo, que esse valor ultrapasse os 0,5%.

Os dados pessoais que deverão ser transmitidos à sociedade são apenas os estritamente necessários à identificação dos acionistas, que permitam a comunicação entre estes e aquela, podendo a sociedade e os intermediários ser autorizados a conservar esses dados durante o período em que aqueles permaneçam acionistas.

Esta questão tem particular interesse e complexidade no que concerne às sociedades cotadas, já que são caracterizadas pelo facto de envolverem cadeias complexas de intermediários, que poderão constituir um obstáculo à comunicação direta entre a sociedade e os seus acionistas, representando, em última análise, um entrave ao envolvimento destes.

Para além disso, as normas relativas à identificação dos acionistas são também relevantes para a facilitação da comunicação através de meios eletrónicos, e, em particular,

---

<sup>144</sup> Conforme prescrito no considerando 4 da Diretiva II, “a identificação dos acionistas é uma condição prévia para a comunicação entre os acionistas e a sociedade”, pelo que é essencial na facilitação do exercício dos direitos dos acionistas e no seu envolvimento na vida societária. De forma semelhante, já a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, “*Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e à sustentabilidade da sociedade*”, COM (2012) 740, de 12 de dezembro de 2012, p. 8 afirmava que “(...) as informações adicionais sobre quem detém participações numa sociedade cotada podem melhorar o diálogo entre a empresa e os seus acionistas no que respeita ao governo das sociedades.”

em sociedades com acionistas de diferentes Estados-membros, já que, conhecendo a identidade dos acionistas, a sociedade poderá mais facilmente comunicar diretamente com estes, o que deve ser uma prioridade.

Por outro lado, dado que a Diretiva atribui mais direitos aos acionistas, será também fundamental que as sociedades tenham uma maior certeza sobre quem estes efetivamente são.

Apesar da existência de outras previsões legislativas respeitantes ao conhecimento da massa acionista, com outros escopos<sup>145</sup>, este direito conferido às sociedades cotadas na DDA II, resulta diretamente do objetivo de facilitar o envolvimento daqueles, em benefício da sociedade e do próprio acionista.<sup>146</sup>

## ii) O papel da informação e da transparência

A análise das alterações introduzidas pela DDA II ao nível do envolvimento acionista nas decisões respeitantes às políticas remuneratórias, não ficaria completa sem uma breve análise também aos reforços no que respeita à informação e transparência.

A informação é um elemento fulcral ao nível da *corporate governance*, tendo, como vimos, um contributo essencial no que toca à diminuição ou facilitação na resolução de problemas de agência.

No contexto do direito dos valores mobiliários, a informação assume um papel ainda mais central – é um sistema de *full disclosure*<sup>147</sup>, ou seja, “através da maximização qualitativa (e não quantitativa) da informação, visa, se não eliminar, pelo menos reduzir as

---

<sup>145</sup> Vide, sobre este assunto, DIAS, Maria João “A identificação dos acionistas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, Direito das Sociedades em Revista, ano XII, vol. 23, p. 130 e 131

<sup>146</sup> No entanto, o 3.º parágrafo do n.º 4 do art. 3.º-A, prevê que os Estados-Membros possam prever, por lei, o tratamento dos dados pessoais dos acionistas para outros fins.

<sup>147</sup> Princípio consagrado na legislação norte americana desde os anos 30 e, entretanto, já implantado na UE, que pugna no sentido de a lei assegurar que exista a partilha de informação necessária de modo a que os investidores estejam capacitados a tomar decisões com conhecimento e diligência.

assimetrias de informação entre os diferentes agentes económicos que atuam no mercado, evitando o aproveitamento de uns sobre os outros”.<sup>148\_149</sup>

Tem ainda a vantagem de permitir que os investidores e potenciais investidores tenham acesso a informação de qualidade, de modo a tomarem decisões ponderadas, com uma correta avaliação risco/benefício.<sup>150</sup>

Com efeito, a informação no contexto das sociedades comerciais em geral, prende-se mormente, com um “interesse interno da própria sociedade”<sup>151</sup> e com a relação entre os administradores e os acionistas, ou entre os acionistas majoritários e os minoritários. No contexto das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários, a informação visa ainda salvaguardar o próprio mercado e o interesse público.<sup>152\_153</sup>

Como notamos, acionistas encontram-se numa posição de desvantagem no que diz respeito à facilidade de acesso a informação relevante para tomar decisões, em particular no que diz respeito a matéria de remuneração – os administradores saberão mais acerca do

---

<sup>148</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa – “Manual de Sociedades abertas e de Sociedades cotadas”, Vol I, AAFDL Editora, Lisboa, 2018, p. 55

<sup>149</sup> Nas palavras de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO “As insuficiências e assimetrias de informação conduzem a decisões erradas, em detrimento da perfeição do mercado.” (in “A informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários”, Separata de Direito dos Valores Mobiliários, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, p. 336

<sup>150</sup> Fazendo uso das palavras de RICARDO SÁ FERNANDES, “O acesso à informação constitui verdadeira travessa de um clima de conhecimento atempado e aprofundado que o investidor precisa de respirar para saber onde aplica os seus fundos e com que grau de risco” (in “O Direitos dos Mercados em geral e o Mercado de Valores Mobiliários em especial”, Separata de “Direito dos Valores Mobiliários”, Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, p. 197

<sup>151</sup> FERREIRA, Eduardo Paz “A informação no mercado dos valores mobiliários”, Direito dos Valores Mobiliários, Vol III, Coimbra Editora, 2001, p. 139

<sup>152</sup> Já RUY ULRICH (“Da Bolsa e Suas Operações”, Coimbra, 1906, p. 125, *apud* FERREIRA, Eduardo Paz “Sectores estratégicos e intervenção do Estado no mercado dos valores mobiliários”, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, pp. 11 e 12) dizia “o comércio de bolsa é um comércio dum natureza muito especial: não interessa somente aqueles que o praticam, mas a toda a sociedade dum país. É na bolsa que se valorizam os títulos de dívida pública, as operações da bolsa podem pois afectar gravemente o crédito do Estado e justo é que este empregue todos os seus esforços para o manter alto e inviolável. (...) Tão íntima ligação existe entre o movimento das bolsas e o comércio geral dum país que mal se compreenderia que a sua direcção fosse por completo abandonada à iniciativa particular”. E acrescenta Eduardo Paz Ferreira “A actuação do Estado nos mercados de capitais insere-se, de facto, numa linha de continuidade com uma das funções assumidas por todos os Estados, ou seja, a defesa da riqueza e do património privado ou mesmo público.” (in *ob. cit.* p. 12)

<sup>153</sup> Nas palavras de FILIPA FERRO DOS SANTOS “Um mercado perfeito estaria dependente de decisões absolutamente racionais, não afetadas por custos, impostos ou comissões em que existisse verdadeira eficiência informativa – porque a informação está disponível livremente e de forma célere, incorporando-se nos preços. Todavia, como se verificaria em inícios do século passado e, posteriormente, na década de oitenta, a realidade é bem diferente. Os mercados, baseados no poder económico que lhes advém da Liberdade, geram atuações individuais negativas que se traduzem nas designadas «imperfeições» ou *market failures*. Desta forma, a falta de Transparência verifica-se através das designadas assimetrias informativas.” (“Importância da informação no mercado de capitais”, in Revista de Direito das Sociedades, ano X (2018), n.º 2, p. 367

futuro da sociedade, do seu nível de competitividade no mercado, dos possíveis acordos que venham a ser realizados.<sup>154</sup>

A articulação da informação passada entre administradores e acionistas pode conduzir a problemas de risco moral (*moral hazard*), isto é, levar a que exista um aproveitamento por parte de quem detém uma posição privilegiada numa relação de assimetria informativa, abusando dessa vantagem para tomar decisões contrárias às que idealmente deveria tomar no cumprimento das suas funções, sabendo que a contraparte terá pouca probabilidade de o saber.<sup>155</sup>

A quantidade de informação cujo acesso é possibilitado, de modo a facilitar o exercício do direito de voto e a permitir que este tenha um nível mais elevado de conhecimento, tem vindo cada vez mais a aumentar, no entanto, a qualidade dessa informação ainda deixa alguma dúvida, sendo um fator de extrema relevância.<sup>156</sup>

Por conseguinte, a informação tem a capacidade de promover a proteção dos investidores e a eficiência do mercado dos valores mobiliários, tendo ainda efeitos indiretos no que diz respeito às melhorias nos sistemas de governação das sociedades.

Não obstante, o cumprimento dos deveres de informação acarreta custos, sendo função do legislador ou regulador justificar em que medida é que a norma imposta permite a obtenção de um melhor resultado do que aquele que seria “obtido pelas forças do mercado, considerando o difícil equilíbrio entre a concretização dos objetivos propostos e a racionalização dos custos decorrentes da mesma para os emitentes, para os investidores e para o próprio Estado.”<sup>157</sup>

Os custos associados à prestação de informação devem ser minimizados, e, nesse sentido, devendo ser suportados pela própria entidade emitente, que será a que tem maior facilidade em reduzi-los. Ora, este é um problema também apontado: demasiadas exigências informativas podem resultar em custos in comportáveis para as sociedades cotadas. Há,

---

<sup>154</sup> MYNORS, Meyer “*The perils of shareholder voting on executive compensation*” [em linha] in DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW, Vol. 36, pp. 417-461, [consultado a 16/06/2020], disponível em <http://ssrn.com/abstract=1950323>

<sup>155</sup> SIMÃO, Jorge André Carita – *ob. cit.*, p. 811

<sup>156</sup> SAVVA, Rafael – “*Shareholder power as an accountability mechanism: the 2017 shareholder rights directive and the challenges towards enhancing shareholder rights*” [em linha] [consultado a 17-09-2019] disponível em HeinOnline, p. 280

<sup>157</sup> SANTOS, Filipa Ferro dos *ob. cit.*, p. 378

portanto, que procurar um equilíbrio que não prejudique nem os emitentes, nem os investidores, nem a própria eficiência do mercado.<sup>158</sup>

Por outra, é necessário que tanto a obrigatoriedade de permitir o acesso a informação necessária e com qualidade, como as consequências do seu incumprimento, estejam devidamente reguladas por um adequado regime de responsabilidade.<sup>159</sup>

Conforme sintetiza JOSÉ FERREIRA GOMES, a divulgação de informação tem efeitos diretos e indiretos na governação das sociedades.<sup>160</sup>

De entre os efeitos diretos, destaca o autor o facto de incentivar ao cumprimento de deveres para com a sociedade e para com os *stakeholders*, tanto da parte da administração como dos acionistas controladores, através dos seus “efeitos sancionatórios e dissuasores”<sup>161</sup>, expondo determinadas ineficiências na administração e exercendo pressão tanto ao nível do mercado de trabalho como a nível da censura social.

O efeito indireto da divulgação de informação, de acordo com o autor, é aquele que resulta da diminuição da assimetria informativa – outrora por nós já apontada como uma das maiores fontes de *agency problems*.

Este é aquele que tem particular relevância para o nosso estudo, sendo que um dos domínios primordiais destes conflitos de interesses entre acionistas e administradores (“conflitos de agência”) é a remuneração dos administradores, que tem por base precisamente a assimetria informativa.

FERREIRA GOMES diz-nos ainda que os deveres de informação permitem exercer uma pressão sobre os administradores, ao nível do mercado de trabalho, que os motivará, pelo receio de perder a sua posição na sociedade ou mesmo da redução da sua remuneração,

---

<sup>158</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de “*Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela de investidores?*” in RDS, ano VIII (2016), n.º 4, p. 808 (“O funcionamento do mercado implica confiança e informação. (...) Mas não podemos ignorar (...) [que] não existem investidores sem emitentes. Um sistema regulatório apoiado em demasiadas exigências informativas pode resultar em custos excessivos para as sociedades [cotadas]. Em última análise, prejudica-se os emitentes e reduz-se a eficiência do mercado, em detrimento dos próprios investidores. Há que alcançar um nível ideal de equilíbrio entre soluções substantivas e por via da transparência.”)

<sup>159</sup> CASTRO, Carlos Osório de “*A informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários*”, *Separata de “Direito dos Valores Mobiliários*”, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, p. 336

<sup>160</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa – *ob. cit.* p. 59 e ss., no entanto, o autor utiliza a expressão “governo” de sociedades.

<sup>161</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa *ob. cit.* p. 60 e ss.



a procurar soluções e resultados que revelem a sua competência e o cumprimento de deveres.<sup>162</sup>

Pelo exposto, para que o *say on pay* cumpra os objetivos a que se destina de forma plena, tem de assentar, necessariamente, no pressuposto de que os acionistas tenham informação suficiente, correta e adequada a poderem pronunciar-se, através do exercício do seu direito de voto, no que toca à política remuneratória. Estando assegurada a partilha de informação com os acionistas, ficarão estes aptos a assumir um papel de relevo na definição das políticas remuneratórias.<sup>163</sup>

Outrossim, é importante não perder de vista que a DDA II exige que a informação seja clara e compreensível, o que poderá facilitar a interpretação e assimilação correta por parte daqueles que normalmente se encontram numa posição mais fragilizada relativamente ao entendimento de informação demasiado complexa ou especializada.

---

<sup>162</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa – *ob. cit.*, p. 65

<sup>163</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 73

## **IX. Análise das alterações que propõe ao nível da Remuneração dos órgãos de administração e fiscalização**

A Diretiva, na senda das ideias já implantadas no contexto europeu, identifica a adequação da remuneração dos administradores como um dos campos de atuação mais importantes no contributo para a sustentabilidade da sociedade e para o cumprimento de boas práticas de *corporate governance*.

Nesse sentido, prevê que devem ser utilizados, na definição da política remuneratória, critérios de *performance* financeiros e não financeiros, devendo esta estar associada a objetivos da sociedade a longo prazo, tendo em consideração a opinião dos acionistas, que deverão ter direito de voto no que respeita a esta matéria.<sup>164</sup>

Assim, e finalmente, no que concerne à temática que aqui nos ocupa, a Diretiva propõe o aditamento dos arts. 9.º-A (“Direito de voto relativamente à política de remuneração”) e 9.º B (“Informações a fornecer no relatório sobre as remunerações e direito de voto sobre o relatório”), que passaremos a analisar.

Prevê o n.º 1 do art. 9.º-A que os Estados-membros devem assegurar que a sociedade estabelece uma política de remuneração e garantir que os acionistas têm voto no que a essa política respeita.

Os Estados-membros devem assegurar-se que a votação dos acionistas seja *vinculativa*, devendo as sociedades remunerar os seus administradores apenas de acordo com a política aprovada em assembleia geral.

Nos casos em que não exista qualquer política aprovada e a assembleia geral não aprove a proposta levada a votação, então pode a sociedade continuar a remunerar os administradores nos mesmos termos que fazia anteriormente, devendo, no entanto, preparar a apresentação de uma política revista, para ser sujeita a aprovação na assembleia geral seguinte.

---

<sup>164</sup> Pode ler-se no seu considerando 14: “O envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas é um dos pilares do modelo de governo das sociedades cotadas, que depende de controlo e equilíbrios entre os vários órgãos e as várias partes interessadas. Um maior envolvimento dos acionistas no governo das sociedades é um dos instrumentos que pode contribuir para um melhor desempenho financeiro e não financeiro das sociedades, inclusive no que se refere aos fatores ambientais, sociais e de governo.

Nos casos em que, depois de existir uma política aprovada, a seguinte não o seja, a sociedade deve continuar a remunerar os administradores em conformidade com a política aprovada anteriormente, e, de igual modo, apresentar uma proposta revista, a ser sujeita a votação na assembleia geral seguinte.

No n.º 3 do mesmo artigo, a Diretiva prevê, contudo, a possibilidade de os Estados-membros atribuírem à votação dos acionistas caráter consultivo e não vinculativo. Não parece, porém, existir aqui qualquer diferença no modo de atuação da sociedade já que, de acordo com a Diretiva, esta deve estabelecer a remuneração de acordo com a política que tiver sido submetida a votação, caso esta seja aprovada, e apresentar uma revisão a esta proposta, nos casos em que não o seja.

Assim, à semelhança do que refere COUTINHO DE ABREU<sup>165</sup>, não se nos afigura que existam grandes diferenças relativamente aos efeitos da votação nos casos em que esta é consultiva ou vinculativa.

Está também prevista a possibilidade de derrogar<sup>166</sup> a política de remuneração temporariamente, em situações excepcionais, que a DDA II define como “situações em que a derrogação da política de remuneração é necessária para servir os interesses a longo prazo e a sustentabilidade da sociedade no seu conjunto ou para assegurar a sua viabilidade.”

No entanto, esta é apenas uma possibilidade que os Estados-membros podem optar por oferecer às sociedades, mas não constitui uma obrigação, podendo cada legislador tomar a sua decisão no que a este aspeto diz respeito.<sup>167</sup>

As condições processuais para a aplicação da derrogação e os elementos da política que podem ser sujeitos à mesma, devem estar definidos na própria política de remuneração.

---

<sup>165</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – “Remunerações dos Administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano X, vol. 19, p. 16

<sup>166</sup> Diretiva, art. 9.º-A, n.º 4

<sup>167</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, *ob. cit.*, p. 334

Considerou COUTINHO DE ABREU que esta norma devia ser transposta para o direito nacional, aconselhando ainda a que esta “inspire a introdução de uma norma no CSC sobre, nomeadamente, a possibilidade de redução das remunerações dos administradores”<sup>168\_169</sup>

A sociedade deve submeter a votação a política de remuneração com uma regularidade mínima de quatro em quatro anos, ou anteriormente, sempre que haja uma alteração relevante.<sup>170</sup>

Esta alínea da Diretiva é uma das que importa necessariamente alterações à Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, conforme verificaremos, já que esta, no seu artigo 2.º, n.º 1, previa que as propostas fossem submetidas a votação anualmente.

O número 6 do mesmo artigo, em cuja análise nos vamos debruçar parágrafo a parágrafo, “densifica o conteúdo das políticas remuneratórias”<sup>171</sup>, descrevendo os critérios e fatores que devem ser tidos em conta aquando da sua elaboração.

Ora, no seu primeiro parágrafo, remetendo-nos para as próprias motivações para a alteração da Diretiva de 2007, diz este artigo que “a política de remuneração deve contribuir para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses a longo prazo e para a sua sustentabilidade, e deve explicar a forma como o faz.”, devendo ser “clara e compreensível” e “descrever os diferentes componentes da remuneração fixa e variável, nomeadamente todos os bónus e outros benefícios, independentemente da sua forma, que podem ser atribuídos aos administradores, e indicar a respetiva proporção.”

A Diretiva tem também em consideração as críticas relativas à comparação entre os salários dos administradores e dos trabalhadores da sociedade, prevendo no segundo parágrafo do n.º 6 do artigo em análise que “a política de remuneração deve explicar a forma como as condições de emprego e de remuneração dos empregados da sociedade foram tidas em conta quando essa política foi estabelecida”.

---

<sup>168</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.* p. 16, nota 11. No mesmo sentido, relacionam A TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, esta norma com a possibilidade prevista no ordenamento jurídico croata de redução da remuneração dos administradores. (*ob. cit.*, p. 334).

<sup>169</sup> No seguimento das preocupações anteriormente demonstradas no cap, IV) b) veremos, no espaço dedicado nesta dissertação à transposição da DDA II, qual foi a opção tomada pelo legislador nacional.

<sup>170</sup> Diretiva, art. 9.º-A, n.º 5

<sup>171</sup> ROLO, António Garcia *ob. cit.*, p. 574

Esta previsão ambiciona responder a uma crítica social crescente no que diz respeito à elevada desproporcionalidade que se verifica entre os salários dos administradores e dos trabalhadores, em particular em sociedades de grande dimensão.<sup>172</sup>

O 3.º parágrafo leva-nos de encontro aos critérios previstos no nosso CSC, no art. 399.º, relativamente à remuneração variável, devendo estar definidos na política de remuneração os critérios para a sua atribuição, sejam financeiros ou não financeiros, “incluindo, se for caso disso, critérios relacionados com a responsabilidade social das empresas”, devendo, ainda, explicar-se de que modo esses critérios contribuem para os objetivos definidos no primeiro parágrafo (i.e. sustentabilidade, interesses de longo prazo)<sup>173</sup>, e quais os métodos que determinam em que medida as exigências de desempenho foram cumpridas.

Prescreve ainda este parágrafo que a política de remuneração deve conter informações específicas sobre os períodos de diferimento de pagamento da remuneração, e sobre a possibilidade de a sociedade solicitar a restituição de uma remuneração variável, nos casos em que o desempenho não tenha correspondido às expectativas.

No caso de a sociedade atribuir remuneração com base em ações, indica o parágrafo 5.º que, para além de a política dever de igual modo explicar de que forma esta contribui para os objetivos de sustentabilidade e de longo prazo, “deve especificar os prazos de aquisição dos direitos e, se aplicável, a conservação das ações após a aquisição dos direitos.”

Da política de remuneração deve ainda constar “a duração dos contratos ou dos acordos com os administradores e os períodos de pré-aviso aplicáveis, as principais características dos regimes de pensão complementar ou de reforma antecipada, as cláusulas de rescisão e os pagamentos associados à rescisão.”

---

<sup>172</sup> A título exemplificativo, algumas notícias relativas ao tema (todas consultadas a 29-09-2020): <https://eco.sapo.pt/2017/05/02/gestores-das-cotadas-ganham-ate-cem-vezes-mais-que-os-trabalhadores/> (notícia do jornal *online* ECO, de 2 de maio de 2017); <https://www.dn.pt/edicao-do-dia/09-abr-2019/ceo-de-cotadas-na-bolsa-ganham-52-vezes-mais-do-que-trabalhadores-10775252.html> (notícia do Diário de Notícias, de 9 de abril de 2019); <https://www.dinheirovivo.pt/empresas/jeronimo-martins-com-maior-disparidade-salarial-mexia-e-o-gestor-mais-bem-pago-deco/> (notícia do jornal *online* Dinheiro Vivo, de 20 de junho de 2017); <https://tvi24.iol.pt/economia/salarios/patroes-ganham-347-vezes-mais-do-que-trabalhadores-nos-eua> (notícia da TVI24, de 9 de maio de 2017)

<sup>173</sup> Visitaremos esta questão com mais profundidade de seguida, no capítulo IX. b)

De acordo com COUTINHO DE ABREU, espera-se que este preceito ajude a esclarecer de alguma forma (pelo menos, no respeitante às sociedades cotadas), a previsão que consta do art. 402.º, n.º 1 do nosso CSC de que, nos estatutos da sociedade esteja estabelecido um “regime” de reforma por velhice ou invalidez.<sup>174</sup>

Para além da obrigatoriedade da publicação da própria declaração sobre a política remuneratória, a DDA II vai mais além, determinando ainda a necessidade de ficar claro qual foi o processo decisório seguido para a “determinação, revisão e aplicação” da política, “nomeadamente as medidas para evitar ou gerir os conflitos de interesses e, se aplicável, o papel do comité de remuneração ou de outros comités envolvidos.”

No caso de haver revisão da política, devem também as suas alterações ser explicadas, assim como a forma como se teve em conta o sentido da votação e a opinião dos acionistas, sobre a política e os relatórios desde a última votação.

Por fim, o n.º 7 do art. 9.º-A indica que os Estados-membros devem assegurar que a política de remuneração votada deve ser tornada pública, acompanhada da data e dos resultados da votação, ficando disponível no sítio *web* da sociedade, permanecendo “disponível ao público, gratuitamente, pelo menos enquanto for aplicável.”

Deste modo, para além de assegurar que existe transparência e clareza na forma como é levada a cabo a votação, a Diretiva assegura ainda que os próprios resultados dessa votação, e da própria declaração sobre a política remuneratória, sejam tornados públicos.

Chama a atenção Coutinho de Abreu<sup>175</sup> para o facto de a Diretiva não especificar quem terá a competência para apresentar as propostas de votação à assembleia-geral, utilizando sempre a expressão “a sociedade deve...”. Com efeito, considerando nada existir em sentido contrário, a Diretiva parece deixar em aberto a cada Estado-membro a decisão relativa a quem deve ser atribuída essa função.<sup>176</sup> Nesta senda, a aplicação e fixação do valor concreto a atribuir pertencerá, em princípio, ao órgão que já anteriormente possuía essa competência, dependendo do modelo de governação adotado.

---

<sup>174</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – *ob. cit.*, p. 15, nota 4; e Código das Sociedades em Comentário, vol VI, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 376-377 (art. 402.º)

<sup>175</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – “*Remunerações dos Administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano X, vol. 19, p. 16, nota 9

<sup>176</sup> Veremos, *infra*, qual a solução adotada pelo legislador nacional.

Ora, as normas que acabamos de descrever, e que asseguram a efetivação do exercício do direito de voto e publicação da política de remuneração, ficariam despidas de alguma eficácia caso não existissem também normas que assegurassem a sua avaliação *ex post*, implementando a obrigatoriedade da organização e partilha de determinadas informações relativas à própria aplicação da política remuneratória.

Esse controlo e a avaliação da aplicação prática da política remuneratória vêm a ser facilitados pelo elenco de informações que a Diretiva exige que estejam contidas num relatório anual das sociedades sobre as remunerações, no seu art. 9.º-B.

Neste artigo, é exigido que o relatório seja “claro e compreensível”, devendo proporcionar “uma visão abrangente das remunerações” atribuídas ou devidas durante o último exercício de cada administrador, que inclua todos os benefícios, e independentemente da sua forma.

De seguida, o art. 9.º B passa a enumerar um extenso elenco de informações que o relatório deve conter, sobre a remuneração de cada administrador, que incluem a remuneração total discriminada pelos diferentes componentes, evolução anual na remuneração dos administradores, desempenho da sociedade e comparação da evolução destas variáveis com a evolução da remuneração dos trabalhadores.

A exigência de tal grau de especificação e de detalhe terá como objetivo a diminuição da possibilidade de manipulação de resultados<sup>177</sup>, para além de aumentar a responsabilização dos administradores e a transparência perante os acionistas, investidores e partes interessadas, permitindo que tenham uma imagem fidedigna e completa dos valores e elementos que compõem a remuneração dos administradores.<sup>178</sup>

No Considerando 39 do preâmbulo da Diretiva, é referido que, na União Europeia, a média do período de permanência dos administradores no conselho de administração é de 6 anos,<sup>179</sup> sendo importante que a remuneração dos mesmos seja avaliada durante a totalidade da ocupação desse cargo. Neste ensejo, deve ser permitida uma avaliação do mérito da remuneração dos administradores não apenas anualmente, mas também durante um período de tempo em que seja possível apreciar o desempenho da sociedade, que permita

---

<sup>177</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, *ob. cit.* p. 335

<sup>178</sup> Considerando 34 da Diretiva (UE) 2017/828

<sup>179</sup> Sendo, no entanto, superior a 8 anos em alguns Estados-Membros.

uma análise dos resultados obtidos a longo prazo e do mérito dos administradores na prossecução desses objetivos e interesses, que, as mais das vezes, só são visíveis após um largo período.<sup>180</sup>

Prevê a Diretiva, no art. 9.º-B, n.º 4, o direito da assembleia geral anual realizar uma votação de caráter consultivo relativamente ao relatório sobre as remunerações do exercício mais recente, devendo explicar, no relatório seguinte, a forma como essa mesma votação foi tida em conta.

No que diz respeito às pequenas e médias empresas<sup>181</sup>, especifica que, em alternativa a uma votação, poderá antes realizar-se uma discussão na assembleia geral anual, incluída como ponto da ordem de trabalhos, devendo, posteriormente, a sociedade mencionar, no relatório sobre as remunerações seguinte, a forma como essa discussão foi tida em conta.

Tendo em consideração o Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>182</sup>, a Diretiva, no n.º 3 deste art. 9.º-B, refere expressamente a proteção de dados pessoais e familiares relativos aos administradores, devendo apenas ser incluídos no relatório os dados pessoais que tenham relevância para o objetivo da Diretiva de aumentar a transparência das sociedades quanto à remuneração dos administradores “para reforçar a responsabilização dos administradores e a supervisão dos acionistas”.

O relatório deve estar disponível ao público de forma gratuita, no *website* da sociedade, durante pelo menos 10 anos. Deste modo, os dados pessoais que forem partilhados, devem ser eliminados ao fim de 10 anos após a publicação do relatório – no entanto, prevê o n.º 5 deste artigo que o relatório possa continuar disponível após esse período, desde que dele deixem de constar os dados pessoais dos administradores.

---

<sup>180</sup> Considerando 38 da Diretiva (UE) 2017/828

<sup>181</sup> Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho (publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 182/19 a 29.6.2013), art. 3.º, n.ºs 2 e 3

<sup>182</sup> Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (Regulamento Geral da Proteção de Dados) (JO L 119 de 4.5.2016, p. 1)



A verificação de que o relatório contém as informações exigidas pelo art. 9.º-B é atribuída ao revisor oficial de contas ou à sociedade de revisores oficiais de contas, nos termos do n.º 5.

O não cumprimento das obrigações relativas à elaboração, publicação, requisitos e veracidade do relatório sobre a remuneração dos administradores deve ter consequências para os próprios, pelo menos perante a sociedade, delegando a Diretiva a cada Estado-membro a elaboração de disposições legislativas, regulamentares e administrativas sobre responsabilidade, capazes de definir, de acordo com as competências que são conferidas aos administradores pelo direito nacional, consequências no caso de incumprimento destas obrigações.

Prescreve ainda a Diretiva que a Comissão deve adotar orientações de modo a facilitar o cumprimento e a harmonização e garantir uma “apresentação padronizada” das informações cuja inclusão no relatório sobre as remunerações vem exigida no n.º 1 deste artigo.

Passaremos agora a analisar as diferentes opiniões relativas ao modo como a DDA II procurou que ficassem assegurados os princípios de sustentabilidade, objetivos de longo prazo e adequação das remunerações dos administradores das sociedades cotadas, i.e., o maior envolvimento do corpo societário acionista, na definição da política remuneratória e na elaboração do relatório sobre as remunerações.

#### **IX. a) A necessidade de um maior envolvimento na política remuneratória, por parte dos acionistas**

Conforme temos vindo a perceber, como reação à crise dos finais da primeira década do século XXI, generalizou-se junto do legislador europeu a ideia de que deveria haver um maior incentivo e facilitação da participação e envolvimento acionista na vida societária.

Assim, já na mencionada Comunicação da Comissão relativa ao “Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades”, de 2012, esta considerava a participação “efetiva e sustentável dos acionistas (...) uma das pedras angulares do modelo

de governo das sociedades cotadas”,<sup>183</sup> defendendo o combate à passividade acionista e o incentivo na sua interação, na participação na votação, supervisão da gestão, com o objetivo de melhorar e tornar mais eficaz o sistema de governo das sociedades.

Dentro deste quadro, e atentando ao tema que nesta dissertação tratamos, já em 2012 se destacava como prioritário o incentivo e facilitação da supervisão acionista quanto à política de remuneração dos administradores executivos.

Ora, na sobredita Comunicação, a Comissão aconselha a aplicação de políticas remuneratórias baseadas no desempenho e na criação de valor a longo prazo, devendo os acionistas poder exercer “um melhor controlo das políticas de remuneração dos administradores das sociedades cotadas” e da sua execução.

Já nesta ocasião se referenciava também a possibilidade de os acionistas manifestarem a sua opinião através da obrigação de voto sobre a política de remuneração da empresa, que não existia em todos os Estados-membros. Para o fazerem, “os acionistas precisam de informações claras, completas e comparáveis sobre as políticas de remuneração individual dos administradores”.<sup>184-185</sup>

Desta feita, como temos vindo a demonstrar, o reforço dos direitos dos acionistas que se verifica na Diretiva de 2017 é o culminar de um caminho já antigo, uma tentativa do legislador europeu de que os Estados-membros procurem adotar práticas de *corporate governance* que atribuam aos acionistas esse maior poder e papel mais ativo na tomada de decisões da sociedade e no controlo da administração, com o fim último de ver promovidos objetivos de longo prazo e de sustentabilidade da sociedade.

---

<sup>183</sup> “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas” (COM/2012/0740), consultada em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=PT> a 26/05/2020)

<sup>184</sup> *Idem*

<sup>185</sup> Nesta Comunicação, a Comissão informa que em 2013 irá propor uma iniciativa para “aumentar a transparência das políticas de remuneração e da remuneração individual dos administradores, bem como a concessão de direito de voto dos acionistas sobre a política de remuneração e o relatório sobre remunerações”, já aí prevendo que estas medidas seriam propostas através de uma alteração da Diretiva dos Direitos dos Acionistas.

Apesar desta posição não ser totalmente consensual, são significativamente maioritárias as vozes que se pronunciam quanto às vantagens de uma maior participação acionista.

Desde logo, através do exercício dos seus direitos, os acionistas terão a capacidade de contribuir de forma mais ativa para monitorizar as remunerações atribuídas aos administradores, que possam de algum modo ter reflexos negativos nos resultados obtidos pela sociedade, e na responsabilização dos mesmos por práticas oportunistas e que não vão de encontro aos interesses sociais, atuando como “mecanismo de correção”.<sup>186</sup>

Com efeito, este modelo dá aos acionistas um maior poder, mas também uma maior responsabilidade, levando a que tenham um maior compromisso para com a sociedade de responsabilização dos administradores, devendo sinalizar irregularidades ou *malperformance*.<sup>187</sup>

A DDA II não procura limitar os poderes do órgão de administração na tomada de decisões, mas antes permitir que os acionistas possam demonstrar preocupações e alertar para determinados problemas, quando essas decisões não vão de encontro aos interesses de longo prazo da sociedade.

Importante é, ainda, referir que o reforço dos poderes dos acionistas passa um pouco pelo princípio de que, contribuindo para o desenvolvimento e crescimento sustentável da sociedade, e agindo em concordância com as perspetivas de melhores resultados a longo prazo, estão também a ir de encontro aos seus próprios interesses<sup>188</sup>, motivando-os a procurar essas boas práticas de *corporate governance*.

Acresce que a necessidade de envolver os acionistas nestas tomadas de decisões permite que haja uma maior partilha de informação e uma maior legitimação e promoção do alinhamento de interesses, promovendo melhores práticas e melhores políticas remuneratórias.

Ademais, há autores que argumentam que a expressão de uma opinião negativa relativamente às políticas remuneratórias, por parte dos acionistas, pode conduzir os próprios

---

<sup>186</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 77

<sup>187</sup> SAVVA, Rafael – *ob. cit.*, p. 283

<sup>188</sup> *Vide, supra*, cap. IV. a)

administradores executivos a uma dupla reação: por um lado, encoraja-os a adotar medidas corretivas dos valores atribuídos e, por outro, penaliza-os através da “publicidade negativa” que recebem com o voto negativo.<sup>189- 190</sup>

Face ao exposto, a atribuição de maiores direitos aos acionistas no respeitante à sua contribuição para a definição das políticas de remuneração dos administradores conduzirá, em última análise, a melhores práticas de governação de sociedades o que, como consequência, levará também a uma maior confiança e funcionamento do mercado capital europeu e dos Estados-membros.

O maior controlo e participação dos acionistas na vida societária, atribui-lhes um maior poder no que toca à responsabilização dos administradores. Tendo como objetivo melhorar os modelos de governação das sociedades, dando maior relevo à sustentabilidade e às políticas reconhecedoras do mérito e da *performance*, a Diretiva realça o poder de voto dos acionistas, que o podem usar no sentido de controlar decisões administrativas que sejam prejudiciais a esse objetivo.

Facilitar e promover o envolvimento dos acionistas como forma de melhorar os modelos de *corporate governance*, tem todos estes benefícios, no entanto, a introdução destas obrigações pela Diretiva apresenta também desafios.

Conforme *supra* mencionado e desenvolvido, os problemas de agência inerentes à relação entre acionistas e administradores podem ser um dos desafios à efetiva aplicabilidade das normas previstas pela Diretiva, já que a necessidade de intervenção acionista, como mecanismo de *accountability*, gera inúmeros custos de agência, que passam, em grande parte, pela necessidade destes se manterem informados.

Estes custos variam de sociedade para sociedade, dado que exigem uma definição de atuação estratégica, de comunicação entre os acionistas e de alinhamento dos seus interesses.

---

<sup>189</sup> PASSADOR, Maria Lucia e RIGANTI, Federico, “Shareholders’ Rights in Agency Conflicts: Selected Issues in the Transatlantic Debate”, [em linha] Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 42, n.º 3, 2018, [consultado a 06/01/2020], disponível em HeinOnline, p. 604

<sup>190</sup> Este efeito tem particular relevância nos países em cujos mercados são em larga medida afetados pela reputação dos administradores, e influenciados pelos *media*.

O legislador europeu, tendo em consideração que estes custos de agência seriam um dos calcanhares de Aquiles para a eficácia do objetivo de maior envolvimento acionista, prevê algumas ferramentas de redução de custos, algumas delas visíveis desde a Diretiva de 2007, como sejam as exigências relativas à transparência, a sucessiva e evolutiva facilitação e incentivo da utilização de meios telemáticos (como, por exemplo, o voto eletrónico), a identificação dos acionistas e o uso de informação pública disponível *online* para facilitar o seu acesso.

ANTÓNIO GARCIA ROLO aponta, igualmente, como negativa a excessiva onerosidade dos esforços que a sociedade terá de concertar de modo a concretizar as obrigações que são agora exigidas aos seus acionistas.

Considera, ainda, que persiste a dúvida de saber se de facto este regime terá efeitos significativos na intervenção dos acionistas, já que não existem indicadores suficientes de que estes não prossigam objetivos de curto prazo, podendo até nem ter interesse em eventualmente diminuir a remuneração dos administradores.<sup>191</sup>

Assim, alerta para o facto de que muitos acionistas continuarão a encarar as suas participações sociais “como meros ativos”, procurando “obter ganhos imediatos com as mesmas, não estando interessados na sustentabilidade da sociedade”<sup>192</sup>, podendo o seu maior envolvimento vir a ter o efeito oposto daquele que se pretende com as alterações introduzidas pela Diretiva.

Associando esta questão ao facto de que cada vez mais acionistas se mantêm por pouco tempo nas sociedades nas quais investem, procurando apenas assegurar lucros até ao momento em que se retiram da sociedade, o exercício dos direitos dos acionistas não seria utilizado para benefício da sociedade, mas antes para que estes obtenham retornos para si mesmos.

Também STOUT aponta neste sentido, alertando que, devido à assimetria informativa e à suscetibilidade dos acionistas serem influenciados pelos investidores, aqueles poderão tender a adotar a solução que aumente o valor das ações e que lhes traga mais benefícios imediatos. Estas orientações não vão conduzir a melhores práticas de

---

<sup>191</sup> ROLO, António Garcia - *ob. cit.*, p. 575

<sup>192</sup> *Idem*, p. 585

governança societária, nem encorajam os acionistas a agirem de acordo com o interesse social.<sup>193</sup>

Esta consequência vem mitigada pelo facto de a Diretiva, para além de prever que devam ser tidos em conta critérios de sustentabilidade e que respeitem os interesses sociais numa perspetiva de longo prazo, exigir também que nos diversos relatórios fique patente a forma como as decisões tomadas visam atingir esses resultados de médio e longo prazo e prevê a inclusão de avaliações da *performance* financeira e não financeira da sociedade.<sup>194</sup>

GARCIA ROLO enfatiza também que a Diretiva falha ao concentrar-se tanto no papel dos acionistas, que se esquece do potencial do papel de outros *stakeholders* (tais como credores e trabalhadores).<sup>195</sup>

Conclui o autor que a Diretiva não terá provavelmente a capacidade para realizar os objetivos a que se propõe, no que toca à participação acionista, considerando que tem “potencialidade de tornar mais arrojados os acionistas com o tipo de comportamento que procura combater, e, por conseguinte, anular o propósito de mudança do paradigma do governo societário das sociedades cotadas com o fim de reforço dos poderes ou “direitos” dos acionistas, havendo potencial para se verificar uma contradição teleológica material.”<sup>196</sup> Assim, os acionistas poderão estar mais compelidos a aumentar o valor das ações, ao invés de defenderem de facto as boas práticas de governação social que contribuam para o desenvolvimento sustentável da sociedade.<sup>197</sup>

No entanto, GARCIA ROLO congratula o legislador europeu pelo facto de não ter imposto um teto máximo de remuneração, nem sequer de modo indireto, através de critérios que o determinem, mas ter antes optado pelo reforço de “uma competência de que naturalmente os acionistas são titulares”<sup>198</sup> (pelo menos na maioria dos modelos governativos adotados em Portugal, acrescentamos nós).

Tecendo fortes críticas quanto à pertinência do incentivo ao maior envolvimento dos acionistas, no caso português e europeu, escreveu RUI PINTO DUARTE: “Devo expressar

---

<sup>193</sup> STOUT, L.A., *The Shareholder Value Myth*, Oakland, 2013, pp. 63-64, *apud* SAVVA, *ob. cit.*, p. 300

<sup>194</sup> SAVVA, Rafael *ob. cit.*, p. 296

<sup>195</sup> ROLO, António Garcia *ob. cit.*, p. 585

<sup>196</sup> ROLO, António Garcia, *ob. cit.*, p. 585

<sup>197</sup> SAVVA, Rafael – *ob. cit.* p. 300

<sup>198</sup> *Idem*, p. 575

que não subscrevo esse desiderato [o da necessidade de fomentar o ativismo acionista] – o qual, a meu ver, assenta numa transposição injustificada do que é desejável na esfera da atividade cívica e da atividade política para o campo das organizações empresariais e, talvez, também na de remédios recomendados para um mal norte-americano que não atinge o direito português nem os direitos da Europa continental que conheço: o da escassez das matérias submetidas a deliberação dos acionistas ou dos «conselhos gerais e de supervisão»<sup>199</sup>.

Com efeito, chama atenção para o facto de que existem diferentes tipos de acionistas, havendo uns que visam apenas investir no mercado de capitais, sem por isso terem obrigatoriamente de participar na governação das sociedades.<sup>200</sup>

A busca de que todos os acionistas ajam de forma mais participativa nas deliberações da sociedade, poderá, a final, originar o aumento de litígios, a dificuldade e constrangimento das decisões de gestão (resultante do maior escrutínio a que estas são submetidas), culminando ainda no afastamento das empresas da bolsa.<sup>201-202</sup>

Autores há, ainda, que alertam para a possibilidade de o voto acionista ter um efeito “desresponsabilizador”<sup>203</sup> e causador de propostas de remunerações mais elevadas, já que, caso não exista o voto negativo do corpo acionista, fica a política remuneratória aprovada por estes, repartindo-se as responsabilidades.

Por outro lado, chama ainda a atenção MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO para o facto de ser desejável uma separação das funções que cabem aos diferentes órgãos societários, sendo

---

<sup>199</sup> In “*As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)*” em “*O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*”, Almedina, 2017, pp. 76 e 77.

<sup>200</sup> Numa perspetiva económico-financeira, JORGE RODRIGUES define três tipos de acionistas “i) capitalistas, aqueles que constituem um património gerador de rendimentos (dividendos e valorização dos próprios títulos), adquirido através da compra de ações; ii) especuladores, por se preocuparem apenas com as cotações diárias, pretendendo ter lucros imediatos ou a curto prazo; iii) empresários, os que se preocupam com a propriedade da empresa, e com o poder que a posse das ações lhes confere.” (*in ob. cit.*, p. 55, nota 35)

<sup>201</sup> DUARTE, Rui Pinto, *ob. cit.*, p. 77

<sup>202</sup> Com opinião divergente, JOÃO LABAREDA escreve “Por sua vez, recolhe-se da experiência de vida quotidiana que uma sociedade sob escrutínio tende a ser mais eficiente e mais pródiga. Dever prestar contas e estar sujeita a avaliação dissuade a gestão prejudicial, desincentiva a inércia e estimula o zelo, o cuidado e o empenho na prossecução aturada e permanente dos fins sociais, favorecendo activamente a competitividade e rentabilidade das empresas” (*in ob. cit.*, p. 92)

<sup>203</sup> RIBEIRO, M. Fátima, *ob. cit.*, p. 77

a remuneração dos administradores uma matéria significativa no que concerne à gestão da sociedade.<sup>204\_205</sup>

Deve, assim, ressaltar-se que o voto acionista não deverá ser visto como equivalente a conferir a estes o poder de tomar decisões de gestão, no sentido que este tem para o órgão de gestão da sociedade.<sup>206</sup> Assim, adverte-se para o facto de que as funções de gestão devem continuar a pertencer ao órgão de administração, não tendo, aliás, a maioria das vezes, os acionistas as competências e os conhecimentos para tomar decisões relativas a esta matéria.

E esta é também uma crítica de alguns autores: as mais das vezes os acionistas não têm (nem se lhes é exigido que tenham) conhecimentos ou experiência suficientes para poderem tomar decisões relativas a uma matéria que é tão relevante no plano estratégico de gestão societária.<sup>207</sup>

Para SAVVA, ultrapassados os problemas de agência, os acionistas poderão ter um papel na responsabilização dos administradores por más práticas de governação societária, no entanto, o legislador europeu deveria procurar incentivos que não dependam do valor dos ativos societários, já que estes não são necessariamente indicadores de que estejam a ser seguidos objetivos de longo prazo e sustentabilidade.<sup>208</sup>

A aplicação do *say on pay* na passada década foi objeto de alguns estudos, que analisaram os acordos de pagamento dos administradores antes e após a adoção do *say on pay* nas sociedades.

---

<sup>204</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 78

<sup>205</sup> Nas palavras de Cândido Paz-Ares “contradiz a lógica organizativa da sociedade anónima, baseada nas economias derivadas da especialização de funções, ou separação entre propriedade e gestão: os accionistas contribuem com o capital financeiro, os administradores com o capital de gestão” (*in* “El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos” *apud* RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 78

<sup>206</sup> Conforme nos diz COUTINHO DE ABREU (em “*Governação das sociedades comerciais*”, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 45): “o (modelo) governo da sociedade anónima é caracterizado por um elemento decisivo: a concentração do poder de gestão no órgão de administração.”

<sup>207</sup> Por exemplo, RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 78; GIÃO, João Sousa, *ob. cit.*, 2010, p. 283

<sup>208</sup> SAVVA, Rafael – *ob. cit.*, p. 301



Analisando o percurso do *say on pay* em países como Espanha, Itália, Alemanha, Reino Unido<sup>209</sup> e até Estados Unidos da América<sup>210</sup>, as conclusões que se retiram destes estudos são que apenas uma percentagem quase insignificante de acionistas vota contra a política remuneratória sugerida nas sociedades cotadas.<sup>211</sup>

Assim, todos os custos de implementação (suportados pelas sociedades cotadas) destas medidas, e o esforço por parte do legislador europeu para percorrer este caminho, não têm apresentado os frutos (pelo menos ao nível) que seriam expectáveis.

Por outro lado, é inegável que uma maior participação e partilha de informação sobre esta matéria irá diminuir significativamente os custos de agência e a probabilidade de conflitos no que a este tema diz respeito.

Apesar de ser possível que os acionistas não tenham os conhecimentos e experiência sofisticados e suficientes para poderem pronunciar-se relativamente ao alinhamento dos valores remuneratórios com o sucesso futuro da sociedade (nem pretenderem investir para se informarem), uma das vantagens das medidas introduzidas pela Diretiva é precisamente a facilitação e obrigatoriedade da divulgação dessas informações por parte da sociedade, que permitirá que estes se sintam mais motivados e que possam votar de forma esclarecida.

## **IX b) O objetivo de sustentabilidade, os objetivos de longo prazo e o *pay for performance***

---

<sup>209</sup> CÂMARA, Paulo – “*Say on Pay: o dever de apreciação de política remuneratória pela Assembleia Geral*”, in Revista de Concorrência e Regulação, ano I, n.º 2, Almedina, pp. 322 e 323” “No sistema jurídico inglês, o *say on pay* não logrou impedir o aumento dos níveis remuneratórios, sendo raras – e predominantemente concentradas em empresas de pequeno porte – as oposições accionistas às arquitecturas remuneratórias submetidas a escrutínio”

<sup>210</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre esta questão nos USA após os 5 primeiros anos de aplicação do *say on pay*, vide FISCH, Jill, PALIA, Darius, SOLOMON, Steven Davidoff, “*Is say on pay all about pay? The impact of firm performance*”, [em linha] in Harvard Business Law Review, Vol. 8, Rev. 101, 2018, [consultado a 17-09-2019], disponível em HeinOnline

<sup>211</sup> Vázquez, José Carlos González, “Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre «say on pay» y «pay ratio rule» a luz de la Directiva (UE) 2017/828” in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 58, janeiro-abril 2020, p. 31 e ss. “no era una exigência reclamada por la doctrina científica puesto que no existe evidencia empírica de su utilidad para alinear los sistemas retributivos con el rendimiento sostenible y a largo plazo de la empresa. La práctica ha demostrado que las votaciones son mayoritariamente favorables (...), tanto en España como en el resto de países de nuestro entorno.” (p.47).

A maioria dos textos relacionados com o encorajamento do envolvimento acionista, mesmo aquando da revisão da Diretiva de 2007, enfatizam a importância da sustentabilidade<sup>212</sup> da economia e da defesa de políticas com objetivos de longo prazo.<sup>213</sup>

Aliás, como vimos, no nosso ordenamento jurídico, a alínea b) do art. 64.º do CSC, referente aos deveres de lealdade dos administradores das sociedades pugna por uma atuação “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.”<sup>214</sup>

No considerando 19 da DDA II podemos ler: “Uma abordagem de médio a longo prazo é um fator essencial para uma gestão responsável dos ativos.”

Existe a ideia comumente aceite de que os esquemas remuneratórios baseados em componentes variáveis promovem mais facilmente o alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas, dado que ficam dependentes do desempenho da sociedade, motivando o administrador a tomar decisões de gestão que promovam melhores resultados, no entanto, não parece uníssono que relacionar o sucesso da sociedade com a remuneração dos administradores seja benéfico para esse objetivo.

Ao arrepio destas considerações, diversos estudos indicam que a remuneração dos administradores (nomeadamente a sua parte variável) não é tão influenciada pelo desempenho e resultados obtidos por estes, mas antes pelas condições do mercado bolsista e pela dimensão da própria sociedade (quanto maior a sua dimensão, maior a remuneração auferida pelos seus administradores).<sup>215</sup>

---

<sup>212</sup> Sobre o conceito de “sustentabilidade”, vejamos as palavras de Mário Centeno, na Conferência Anual da CMVM de 2018, sobre o tema “Finanças Sustentáveis”, publicado no Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 62: “Por vezes, reduzimos a sustentabilidade a questões ambientais e às alterações climáticas, mas a sustentabilidade tem um universo muito maior. A sustentabilidade inclui fatores sociais, como a redução de desigualdades e a promoção da coesão social. É um desafio para qualquer Estado-Membro da União Europeia. Contudo, é um desafio para o qual as empresas e os investidores têm também um contributo importante a dar. Todos conhecemos, desde o início do século, exemplos de más práticas de governação de empresas que custaram muitos sacrifícios a investidores, a trabalhadores e a todos os contribuintes. A sustentabilidade abrange ainda elementos de governação, como a promoção de estruturas de governação saudáveis, relações laborais justas e o cumprimento das obrigações fiscais.”

<sup>213</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, *ob. cit.*, p.329

<sup>214</sup> Itálico nosso

<sup>215</sup> Para maiores desenvolvimentos, *vide*, com interesse, NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira do, “A Remuneração dos Administradores e o desempenho da empresa: o caso português” in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 32, Abril de 2009, pp. 73-93 (versão online)

No que diz respeito às políticas remuneratórias com componentes variáveis dependentes dos resultados obtidos (*pay for performance*), MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO chama a atenção para o facto de que, para além de existir o risco de dissimulação de resultados e repartição do risco empresarial, os administradores sabem que a assunção de riscos elevados pode resultar num aumento muito significativo dos benefícios momentâneos, sem prejudicar o direito ao montante de remuneração fixa que lhes é garantido.

Assim, as perdas que eventualmente decorram desses riscos assumidos poderão afetar unicamente a parte variável da sua remuneração, prejudicando apenas o património da sociedade e, portanto, dos credores sociais e dos acionistas.<sup>216</sup> Por conseguinte, poderá ser visto como compensatório fazer a sociedade correr riscos excessivos, que podem comprometer a sua sustentabilidade e objetivos a longo prazo.<sup>217</sup>

No entanto convém ter em conta que apenas alguns riscos tomados pelos administradores devem ser ponderados na avaliação do seu desempenho, nomeadamente os riscos “originados ou visados diretamente pela conduta dos administradores”. Os riscos decorrentes do normal funcionamento dos mercados e do “macro-contexto” em que se inserem as sociedades não devem influenciar nem positiva nem negativamente a avaliação do desempenho das funções dos administradores, não devendo, assim, interferir na definição da sua remuneração.<sup>218</sup>

Por outro lado, a própria avaliação da *performance* da sociedade poderá também representar um problema, quando seja medida com base em elementos contabilísticos, que podem ser falseados, aumentando a probabilidade de manipulação financeira. Assim, fazer depender o êxito das funções executivas nos resultados obtidos pela sociedade, isto é, associar o sucesso e a avaliação positiva dos administradores à obtenção de resultados positivos, ou acima de determinada meta, pode conduzir a que estes declararem que atingiram determinados objetivos que na realidade são falsos, de modo a evitar as consequências negativas do seu fracasso.

---

<sup>216</sup> RIBEIRO, M. Fátima, *ob. cit.*, p. 683. No mesmo sentido, GIÃO, João Sousa, *ob. cit.*, p. 281

<sup>217</sup> JORGE CARITA SIMÃO relembra que enquanto que os ganhos dos administradores são praticamente ilimitados, já as suas perdas encontram como limite máximo aquele correspondente à parte variável da remuneração, i.e., as perdas sofridas abaixo desses valores, resultam em prejuízos para o património da sociedade, não do próprio administrador (*in ob. cit.*, p. 819, nota 71)

<sup>218</sup> GIÃO, João Sousa, *ob. cit.*, p. 282

Relativamente à avaliação do desempenho das funções do próprio administrador, será também árduo dissecar que parte dos resultados e lucros foram obtidos devido à sua atuação, ou que, por outra, dependeram apenas das condições do mercado em geral, podendo conduzir a resultados que não traduzem o seu valor: ou porque, apesar de uma atuação irrisória mas com um mercado próspero, acabou por obter bons resultados; ou, por outro lado, pelo facto de a conjuntura não ser propícia a bons resultados, e pese embora o administrador tenha atuado de forma criteriosa e ponderada, não ser possível apreciar o seu valor.

Pesando para o lado oposto da balança, as recomendações relativas à atribuição de componentes variáveis têm naturalmente vantagens. Em primeiro lugar, o administrador sentir-se-á mais motivado e incentivado a exercer as suas funções de forma a procurar o maior sucesso possível, pelo facto de a sua remuneração depender desse desempenho.

No seguimento daquilo que já vimos afirmando, nas sociedades cotadas existe um maior distanciamento entre a “propriedade” e o “controlo”. Com efeito, ficando as decisões de gestão entregues aos administradores (que serão, por norma, extremamente qualificados e experientes), verifica-se uma separação entre quem investe e quem gere.

Ademais, o desinteresse dos acionistas investidores pela vida societária pode conduzir ao aparecimento de grupos minoritários de controlo, que acabam por participar e tomar decisões em assembleia geral, não correndo riscos financeiros significativos, dado o valor diminuto do valor da sua participação social.<sup>219</sup>

Com a introdução da obrigatoriedade de considerar objetivos de longo prazo, pretende-se acrescentar um fator de ponderação no conflito entre os acionistas que estão interessados no incremento da distribuição de dividendos a curto prazo, esperando o aumento do valor da sua própria participação e aqueles que prezam pela saúde financeira da sociedade.<sup>220</sup>

---

<sup>219</sup> RIBEIRO, M. Fátima “*Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*” in “*Jornadas Sociedades Abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*”, coord. M. Fátima Ribeiro, org. Universidade Católica do Porto, Coimbra, Almedina, 2007, p. 14

<sup>220</sup> PINTO, Filipa Nunes *ob. cit.*, p. 103

Desta feita, não será certo que o envolvimento acionista na definição da política remuneratória seja medida suficiente para assegurar a sustentabilidade e a adoção de medidas de gestão com vista ao sucesso da sociedade a longo prazo.

A avaliação dos riscos incorridos é essencial para a perceção do desempenho dos administradores, no entanto, a sua avaliação é complexa e depende de diferentes fatores.

Um dos óbices a ultrapassar consiste na dificuldade de decifrar, no contexto do órgão de administração, quando este seja colegial, se a decisão de assunção de risco excessivo pode ser atribuída a um determinado administrador em particular, de forma a possibilitar a sua avaliação individual.<sup>221</sup>

Um outro obstáculo deriva do facto de ser necessário um elevado nível de conhecimento e experiência para avaliar o desempenho dos administradores, que os acionistas poderão não ter: por um lado, porque o natural é os administradores executivos serem particularmente especializados, conhecedores e competentes para o exercício das funções que lhes cabem, que não estão ao alcance do entendimento de qualquer acionista, e, por outro, pelo facto de aqueles gozarem de um nível de informação, por força das funções que lhes são atribuídas, significativamente superior àquele de que dispõe os acionistas.<sup>222</sup>

Ora, um dos desafios que as sociedades enfrentarão será a procura por um equilíbrio entre a valorização da tomada de decisões de risco aceitáveis, que sejam benéficas para a sociedade, procurando, no entanto, manter em vista os interesses de longo prazo e de sustentabilidade.<sup>223</sup>

### **IX c) - Divulgação da política de remuneração**

A questão da divulgação da remuneração de cada administrador é um dos temas que mais discussão tem originado e um daqueles cuja adoção pelos Estados-membros foi

---

<sup>221</sup> GIÃO, João Sousa *ob. cit.*, p. 282

<sup>222</sup> GIÃO, João Sousa *ob. cit.* p. 283

<sup>223</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, *ob. cit.*, p. 342

mais lenta. Assim, apesar de, desde o início do século, existirem diversas recomendações no sentido da sua publicitação, eram poucos os países que a impunham.<sup>224</sup>

Os argumentos que se pronunciavam contra a sua divulgação iam no sentido da proteção contra a violação dos direitos de personalidade dos administradores, caso estes não pretendessem ver essa informação revelada. Para além disso, havia o receio de que as sociedades que realmente cumprissem com os critérios exigidos ao nível de divulgação das remunerações acabassem prejudicadas, sendo oferecidas propostas tentadoras aos seus administradores mais competentes, com base no conhecimento que sociedades com maior poder tenham do salário auferido por aqueles, acabando por resultar num enfraquecimento e vulnerabilidade das sociedades com menor poder.

Alertava, já em 2010, Paulo Câmara para a necessidade de realizar a distinção entre *política de remuneração e declaração sobre a política de remuneração*. Assim, os segredos comerciais e estratégias da sociedade estavam salvaguardados, não tendo de constar da “declaração sobre a política de remuneração”.<sup>225</sup>

Ora, começaram a ser mais fortes as vozes que ecoavam no sentido de que a eventual proteção singular do administrador não poderia sobrepor-se aos interesses de informação dos acionistas (e ao próprio interesse público) e a tendência já era a da publicitação das remunerações, em particular no que diz respeito às sociedades cotadas, sendo, aliás, a própria transparência quanto a este tema considerada uma das formas de combater os problemas associados à remuneração dos administradores.<sup>226</sup>

Com efeito, a divulgação da remuneração de cada administrador, assim como a publicação do relatório sobre remunerações visam permitir uma maior transparência e uma maior responsabilização dos administradores, sendo necessária para permitir que tanto os acionistas, como os potenciais investidores e partes interessadas avaliem a remuneração

---

<sup>224</sup> ABREU, J. M. Coutinho de – “Governação das Sociedades Comerciais”, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 91

<sup>225</sup> *In ob. cit.* p. 340

<sup>226</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, “Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remuneração”, *in* A emergência e o futuro do *corporate governance* em Portugal”, coord. PINTO, José Costa, Coimbra, Almedina, 2013, p. 89. De igual modo, o que vimos *supra*, no cap. VIII) b) ii)

atribuída e, inclusivamente, a forma como esta está relacionada com o desempenho da sociedade.<sup>227</sup>

Parece, assim, maioritariamente consensual e evidente a vantagem da divulgação, permitindo que os acionistas se mantenham informados, facilitando a avaliação dos resultados da aplicação da política remuneratória, prevenindo ainda atribuição de remunerações excessivamente elevadas por algum receio de escrutínio público ou mediático.<sup>228</sup>

Em geral, quanto maior for a transparência, mais benefícios terão os acionistas, simplificando o seu acesso a informação e reduzindo os custos da supervisão que tenham de exercer.

Denota JOÃO SOUSA GIÃO que esta partilha pode ainda ser vantajosa para determinados administradores, dado que permite que exista uma justificação para as quantias por si recebidas, prevenindo determinadas críticas sociais e políticas.<sup>229</sup>

A Diretiva, nos seus considerandos, parece dar resposta às preocupações relativas à possível violação dos direitos dos administradores, inclusivamente pelo facto de (como previamente mencionado) prever a exclusão de informação privada e familiar dos administradores e os segredos comerciais, sendo apenas exigida a divulgação do valor e componentes da remuneração, e apenas durante o período relevante.

Uma outra grande vantagem trazida pela Diretiva é o esclarecimento quanto à forma como deve ser feita a prestação da informação relativa à política remuneratória e aos seus valores concretos, nomeadamente, através da enumeração exaustiva das informações que o relatório sobre as remunerações deve conter.

Esta era uma crítica de vários autores<sup>230</sup>, no sentido em que não existia qualquer uniformização relativamente à forma como as sociedades deviam transmitir as informações relativas às políticas remuneratórias, resultando na divulgação de informação diversa entre sociedades. A Diretiva 2006/46/CE<sup>231</sup> não veio simplificar esta questão já que,

---

<sup>227</sup> Considerando 33 da DDA II

<sup>228</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, “*ob. cit.*”, p. 91

<sup>229</sup> *In ob. cit.*, p. 288

<sup>230</sup> *Vide*, por todos, GIÃO, JOÃO SOUSA *ob. cit.*, pp. 288 e ss.

<sup>231</sup> Directiva 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, que altera a Directiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directiva 83/349/CEE do

inclusivamente, permitia que cada sociedade seguisse o código de *corporate governance* que considerasse mais apropriado, ou, em alternativa, que publicassem apenas a informação relevante decorrente da lei nacional de cada Estado-membro, estando as sociedades cotadas livres para optar, o que impedia a harmonização da informação.

Não obstante as claras vantagens trazidas pela Diretiva neste sentido de uniformização (que, em Portugal, vem também reforçada pela existência, desde 2018, de um único código de *corporate governance*), a divulgação da política de remuneração e dos diferentes elementos e montantes que a compõem será um dos maiores desafios para as sociedades, no sentido em que o grau de detalhe fornecido nos seus relatórios passará a ser um dos indicadores tidos em conta pelos potenciais investidores aquando da sua avaliação da transparência da sociedade.<sup>232</sup>

---

Conselho relativa às contas consolidadas, a Directiva 86/635/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras e a Directiva 91/674/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros. No seu Considerando 3 pode ler-se “A responsabilidade pela elaboração e publicação das contas anuais e das contas consolidadas, assim como dos relatórios anuais e dos relatórios consolidados anuais, funda-se na lei nacional. Aos membros dos órgãos de administração, de direcção e de fiscalização deverão ser aplicadas regras adequadas em matéria de responsabilidade, a estabelecer por cada Estado-membro na sua legislação ou regulamentos nacionais. Os Estados-Membros deverão dispor da liberdade de determinar o âmbito da responsabilidade.”

<sup>232</sup> TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, *ob. cit.*, p. 342



## **X- Transposição da Diretiva para o ordenamento jurídico nacional e suas consequências**

Convém, antes de tudo, referenciar que o conceito europeu de sociedade aberta não é totalmente coincidente com aquele que vigora em Portugal.

Assim, as sociedades a que se refere *ipsis verbis* a Diretiva, traduzem-se, em Portugal, apenas nas sociedades cotadas – aquelas cujas ações estão admitidas a negociação num mercado regulamentado.

Ora, esta é, nos termos do artigo 13.º, n.º 1 al. c) do Código dos Valores Mobiliários, apenas uma das formas de as sociedades estarem abertas ao investimento público.

Conforme apontam JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, uma das dificuldades encontradas pelo legislador nacional aquando da transposição de Diretivas relativas a sociedades cotadas, é que o direito europeu “não conhece as “sociedades abertas” – regula apenas as sociedades cotadas””, havendo a tendência, no nosso país, de estender às sociedades abertas os regimes pensados pelo legislador europeu para as sociedades cotadas.<sup>233\_234</sup>

É importante assinalar que o direito das sociedades cotadas é, essencialmente, Direito da União Europeia, prossequindo constantemente um objetivo de harmonização das soluções encontradas pelos diferentes Estados-membros.<sup>235</sup> Neste sentido, aquando da inserção no nosso ordenamento jurídico nacional de normas emitidas pela União Europeia, observa-se a tendência de aplicar a todas as sociedades abertas algumas disposições previstas mais especificamente, no quadro europeu, para as sociedades com ações admitidas a negociação em mercado regulamentado (sociedades cotadas).<sup>236</sup>

---

<sup>233</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa *ob. cit.*, p. 14 e ss.

<sup>234</sup> O mesmo aconteceu, como visitamos, aquando da transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas I (Diretiva 2007/36/CE), cujos preceitos estavam previstos para as sociedades cotadas, transposta pelo DL n.º 49/2010, de 19 de maio, tendo o legislador português optado por alargar o âmbito de aplicação de algumas normas a todas as sociedades abertas.

<sup>235</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa *–ob. cit.*, p. 37

<sup>236</sup> *Idem*, p. 38

Em Portugal, às sociedades abertas e cotadas aplicam-se, em primeiro lugar, as normas gerais aplicáveis às sociedades anónimas, previstas no Código das Sociedades Comerciais, para além de um conjunto de regras dirigidas especificamente àquelas, que o legislador optou por incluir no Código dos Valores Mobiliários.

Por outro lado, a sucessiva transposição de Diretivas e evolução do direito das sociedades abertas e das sociedades cotadas tem resultado num retalhamento<sup>237</sup> do CVM.

Este problema veio ainda a ser agravado pela dispersão legislativa e regulamentar, resultante da opção do legislador europeu de substituir diretivas por regulamentos, cuja aplicação na nossa ordem jurídica é direta.

Esta pluralidade de fontes revela ser um “fator de instabilidade e insegurança jurídica”<sup>238</sup> e não facilita a transposição e sistematização, na nossa ordem interna, desta matéria.

Feita esta adenda introdutória, passemos então a analisar a transposição para o direito pátrio da DDA II.<sup>239</sup>

No dia 16 de janeiro de 2020 foi apresentada à Assembleia da República a Proposta de Lei n.º 12/XIV/1.ª (GOV), com a proposta de transposição da Diretiva para a ordem jurídica interna.

Na formulação da Proposta de Lei foram ouvidos a Associação Portuguesa de Bancos, a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, a Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, a Comissão Nacional de Proteção de Dados e a Euronext Lisbon / Interbolsa; foi também promovida a audição da Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, da Associação Portuguesa de Analistas Financeiros, da Associação Portuguesa de Seguradores e do Conselho Nacional do Consumo.

---

<sup>237</sup> GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa –*ob. cit.*, p. 38

<sup>238</sup> *Idem*

<sup>239</sup> De acordo com a informação constante em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/NIM/?uri=CELEX:32017L0828&qid=1581587359118>, [consultado pela última vez no dia 07-10-2020], a Diretiva foi já transposta para o direito interno pela Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Espanha, Estónia, França, Finlândia, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos, Polónia, Portugal, República Checa, Roménia e Suécia, enquanto que o Chipre, a Eslovénia, Malta, não comunicaram ainda a sua transposição. De salientar que, embora já não seja membro da União, o Reino Unido também comunicou a transposição da DDA II.

Várias destas entidades apresentaram algumas discordâncias ou comentários críticos à iniciativa legislativa. O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros foi a única a manifestar explicitamente a sua concordância.

A Proposta de Lei foi discutida na generalidade, no dia 11 de março de 2020, e aprovada 2 dias depois, baixando à especialidade.

A sua versão final foi publicada em Diário da República no dia 25 de agosto de 2020, tendo a maioria das normas entrado em vigor no dia seguinte à sua publicação.

Os artigos 22.º-A, 29.º-B, 29.º-C e 29.º-D e a alínea c) do n.º 1 do artigo 85.º do Código dos Valores Mobiliários viriam a entrar em vigor no dia 3 de setembro de 2020, data em que entrava também em vigor o Regulamento de Execução (EU) 2018/1212 da Comissão de 3 de setembro de 2018.<sup>240</sup>

Assim, a Diretiva é transposta pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que procede à alteração do Código dos Valores Mobiliários, do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, do Regime Geral das Instituições e Sociedades Financeiras e, ainda, à revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho. Para além disso, prevê ainda a determinação do regime de medidas e sanções aplicáveis ao incumprimento das suas normas.

No que respeita apenas às políticas de remuneração, as alterações resultantes desta lei consistem no aditamento da secção III-A, ao capítulo IV (“Sociedades Abertas”) do título I do Código dos Valores Mobiliários, com a epígrafe “Política de Remuneração”, integrando os artigos 26.º-A a 26.º-F e ainda o aditamento do artigo 245.º-C ao mesmo Código. Para além disso, é também alterada a redação do art. 390.º, n.º 2, als. f) e g) do CVM.<sup>241</sup>

As normas introduzidas não trarão consequências disruptivas relativamente àquele que era o regime que vigorava em Portugal, já que, de acordo com o previamente escrutinado, a maioria dos seus pressupostos estava de certo modo regulada pelo Código dos

---

<sup>240</sup> De acordo com o previsto no seu art. 11.º, o Regulamento “é aplicável a partir de 3 de setembro de 2020”.

<sup>241</sup> São, ainda, alterados os artigos 85.º, 93.º, 222.º-A, 359.º, 392.º, 394.º, 397.º e 400.º do CVM, e são aditados os arts 29.º-B, 29.º-E, 249.º-A a 249.º-D e 251.º-A a 251.º-E mas estes não serão analisados, por se encontrarem mais afastados do âmbito do nosso estudo.

Valores Mobiliários, pelo Código das Sociedades Comerciais e pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho.<sup>242\_243</sup>

Com efeito, o artigo 399.º do CSC já prevê que a competência para fixar as remunerações dos administradores pertence aos acionistas ou a uma comissão de remuneração por estes designada, devendo ter em conta as funções por estes desempenhadas e a situação económica da sociedade, pelo que esta é uma função que já era, no nosso ordenamento jurídico, da primazia da assembleia de acionistas.<sup>244</sup>

A importância da elaboração da declaração sobre a política de remuneração e do relatório sobre as remunerações acaba por ser maior em países onde a competência para a definição das compensações não pertença à própria assembleia geral, onde se pode vislumbrar de forma mais clara a tendência da evolução da atribuição de cada vez maior “poder” de pronúncia aos acionistas.<sup>245</sup>

---

<sup>242</sup> Em geral, no que respeita aos países europeus com mercados mais significativos (França, Espanha, Alemanha, Itália), à guisa do que se verificou no nosso direito nacional, as alterações introduzidas pela Diretiva (UE) 2017/828 quanto às políticas remuneratórias não trarão novidades de grande ordem. Em todos estes ordenamentos jurídicos já existia a necessidade de a remuneração dos administradores estar associada a um fator de desempenho e à política de risco da sociedade, com o objetivo de prevenção de riscos in comportáveis e almejando o desenvolvimento sustentável das sociedades.

<sup>243</sup> Doutra sorte, alguns países onde, diversamente, as mudanças foram mais notórias foram a Roménia e a Polónia, dado que não tinham qualquer regime de *say on pay*, passando agora a existir a obrigação de votação com carácter vinculativo quanto à política de remuneração e consultivo quanto ao relatório sobre as remunerações. Outrossim, a Finlândia e a Áustria não tinham qualquer previsão legal específica quanto à participação dos acionistas na aprovação da remuneração dos administradores executivos, passam a prever o seu voto, com carácter consultivo, tanto relativamente à política remuneratória como quanto ao relatório sobre remunerações. Na Bélgica apenas se previa o voto consultivo dos acionistas quanto ao relatório sobre as remunerações dos administradores executivos, e estas eram apresentadas de forma agregada. Com as alterações introduzidas pela Diretiva, introduziu-se no país o voto consultivo quanto à política de remuneração e o relatório sobre as remunerações passou a conter as informações atribuídas a cada um dos administradores executivos de forma individual. (PĂNESCU, Manuela, “*Shareholder Rights Directive II gets transposed into local legislation – a look at say on pay*” (1 de agosto de 2019, Sustainalytics) [em linha] [consultado a 08-09-2020] disponível em <https://www.sustainalytics.com/esg-blog/shareholder-rights-directive-ii-director-remuneration/>)

<sup>244</sup> À exceção, como também vimos, das sociedades que adotem o modelo dualista. Nestas, recordamos, a competência é do conselho geral e de supervisão ou de uma comissão por estes nomeada, ou, nas situações em que esteja expressamente previsto nos estatutos da sociedade, da assembleia geral ou de uma comissão por esta nomeada, nos termos do art. 429.º do CSC.

<sup>245</sup> Este é o caso de países como Espanha, onde a competência para a fixação da remuneração de cada administrador executivo das sociedades cotadas pertence, nos termos legais, ao conselho administrativo, sob proposta de uma comissão de remunerações. Apesar disso, os acionistas já detinham algum poder, já que desde a reforma introduzida pela *Ley 31/2014*, de 3 de dezembro, que existe a obrigação de realizar dois relatórios diferentes: a política de remunerações (elaborada e proposta pela comissão de remunerações, apresentada ao conselho de administração e submetida a votação pela assembleia geral a cada 3 anos) e o relatório anual de remunerações, referente a aplicação dessa política no exercício anterior e, ainda, do exercício em curso, submetendo a votação com carácter consultivo mas que, obtendo resultado negativo, levava o Conselho de Administração a submeter uma nova política de remunerações na seguinte assembleia. (GUILLARTE, Juan

Ademais, apesar de a Lei n.º 28/2009 ter imposto a obrigação às entidades de interesse público, nas quais se incluíam as sociedades cotadas, de apresentação anual de uma declaração sobre a política remuneratória dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, sujeita a aprovação pela assembleia geral, esta não era suficientemente clara, relativamente ao facto de saber se existia uma obrigação de aprovação da declaração por parte da assembleia geral, ou se se trata apenas de um dever de apresentação, tendo a Diretiva vindo a esclarecer esta questão.<sup>246</sup>

O regime de *say on pay* previsto na Nova Diretiva exige um pouco mais do que aquilo que vinha proposto na Lei n.º 28/2009 relativamente à necessidade expressa de aprovação da assembleia geral e ao conteúdo da política remuneratória.<sup>247</sup>

---

Sánchez-Calero, “*La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)*” in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 28, 2007-1, Editorial Arazandi, SA., pp. 19-58; MUÑOZ, Miguel Ruiz, “*Nuevo régimen jurídico de la retribución de los administradores de las sociedades de capital en el derecho español*”, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, ano XXXI, 1/2017, pp. 27-118; VÁZQUEZ, José Carlos González “*Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre «say on pay» y «pay ratio rule» a luz de la Directiva (UE) 2017/828*” in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 58, janeiro-abril 2020, Editorial Arazandi, SAU, pp. 21-52)

Previamente à transposição da Diretiva, também na Alemanha (que segue, naturalmente, o sistema de governo germânico e, conseqüentemente, a remuneração dos membros do conselho geral e de supervisão é determinada pelos acionistas, enquanto que a do conselho de administração é fixada pelo conselho de supervisão) já existia a obrigatoriedade de divulgar a remuneração dos administradores, tanto no HGB como nas recomendações dos Códigos de *Corporate Governance*. Com a transposição, foram introduzidas algumas normas específicas para as sociedades cotadas: no que diz respeito à remuneração dos administradores, será obrigatória a votação em assembleia geral, com caráter consultivo, tanto da política de remuneração (pelo menos a cada 4 anos), como do relatório sobre a política de remuneração (anualmente). A competência para o desenvolvimento da política de remuneração a apresentar à assembleia e fixação da remuneração dos administradores executivos permanecerá junto do conselho de supervisão. Caso a proposta de política não seja aprovada pelos acionistas, deve ser apresentada nova política, a ser submetida a votação na assembleia geral seguinte, podendo apenas o conselho de supervisão fixar a remuneração dos administradores executivos de acordo com a política aprovada pela assembleia. (WEBER, Robert [et. al.] “*Transposition of the second shareholder rights directive into German Law*” [em linha] [consultado a 08-09-2020], disponível em <https://www.dentons.com/en/insights/alerts/2020/february/17/transposition-of-the-second-shareholder-rights-directive-into-german-law> e, ainda, KIEFNER, Alexander [et. al.] “*German Federal Ministry of Justice and Consumer Protection publishes draft Act on the Transposition of the Second Shareholder Rights Directive*”, White&Case LLP [em linha], [consultado a 08-09-2020], disponível em <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ac9cd1d1-fa9b-46e0-962b-a16353bdd1f2>)

Por sua vez, em Itália, a competência para atribuição da remuneração dos administradores executivos das sociedades cotadas também pertence ao próprio órgão de administração, sob proposta de uma comissão de remunerações. As mudanças resultantes da Diretiva no ordenamento jurídico italiano passam pela alteração do voto da assembleia geral relativamente à declaração sobre a política remuneratória, que antes era anual e meramente consultivo, e é agora trienal e vinculativo e, ainda, a introdução da votação consultiva relativamente ao relatório sobre a remuneração. (PĂNESCU, Manuela, *ob. cit.*)

<sup>246</sup> ROLO, António Garcia - *ob. cit.*, p. 575

<sup>247</sup> ROLO, António Garcia, *ob. cit.*, p. 576

Destarte, existem determinadas particularidades que merecem um olhar mais atento.

O novo artigo 26.º-A do CVM é uma espécie de artigo introdutório, que declara que as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado devem remunerar os membros dos órgãos de administração e fiscalização em conformidade com uma política de remuneração aprovada nos termos previstos nos restantes artigos.

Nos termos do artigo 26.º-B, a comissão de remunerações ou, caso esta não tenha sido designada, o conselho de administração<sup>248-249</sup>, submetem uma proposta de política de remuneração à assembleia geral, pelo menos de quatro em quatro anos e sempre que ocorra uma alteração relevante da política de remuneração vigente, correspondendo, assim, à transposição para o regime jurídico nacional do artigo 9.º-A, n.º 5 da Diretiva. Verifica-se, portanto, uma modificação relativamente ao art. 2.º, n.º 1 da Lei n.º 28/2009, que previa uma apresentação anual. Esta alteração poderá também reforçar o esforço da Diretiva em conduzir à adoção de um pensamento orientado por objetivos de longo prazo.

É preservada a intervenção do órgão de administração ou da comissão de remunerações na submissão da declaração sobre a política de remuneração, conforme já previa o nosso ordenamento, com a vantagem de estes órgãos poderem transmitir à assembleia informação relevante sobre a situação da sociedade e as condições do mercado, suprimindo a sua eventual falta de conhecimento a esse nível.<sup>250</sup>

Caso a proposta apresentada não seja aprovada pela assembleia geral, prevê o n.º 2 do artigo 26.º-B que seja apresentada uma proposta revista, na reunião da assembleia geral seguinte.

---

<sup>248</sup> A Diretiva deixa nas mãos dos Estados-Membros a especificação quanto a quem compete apresentar as políticas de remuneração à Assembleia Geral. A decisão tomada pelo legislador nacional vai no mesmo sentido que apontava COUTINHO DE ABREU in *“Remunerações dos Administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”*, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano X, vol. 19, p. 16

<sup>249</sup> De notar que a expressão, na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho era “órgão de administração” e não “conselho de administração”. Cremos que deveria ter mantido a expressão anterior, de modo a não gerar dúvidas quanto à sua aplicação a todos os modelos de governo societário.

<sup>250</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 87

Não fica claro se, para além do próprio órgão de administração ou comissão de remunerações, também a própria assembleia geral possa sugerir determinadas alterações à proposta, especialmente nos casos em que a política não seja aprovada por esta.<sup>251</sup>

Temos em nosso crer que deverá ser deixada aberta a porta a esta possibilidade. Com efeito, facilitaria e aceleraria a aprovação da política remuneratória e a concertação e harmonização das intenções de ambas as partes, fomentando inclusivamente o diálogo entre os acionistas e o órgão de administração/comissão de remunerações.

O n.º 3 do art. 2.º da agora revogada Lei n.º 28/2009, previa algumas informações que deviam estar contidas na declaração sobre a política remuneratória, no entanto, nas palavras de COUTINHO DE ABREU, este artigo “necessita[va] de alguns retoques”<sup>252</sup>. A introdução do artigo 26.º-C no CVM veio completar e clarificar, de forma mais exaustiva, o elenco de informação que deve constar na declaração da política remuneratória a aprovar na assembleia geral.

Assim, quanto ao conteúdo da política de remuneração, começa o artigo 26.º-C, no seu n.º 1, por estatuir, em termos gerais, as indicações dadas pela Diretiva no primeiro parágrafo do n.º 6 do artigo 9-A, isto é, que a política deve ser “clara e compreensível”, contribuindo para “a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade.”.

De seguida, o n.º 2 deste artigo enumera mais exaustivamente<sup>253</sup> todas as explicações que devem ser dadas aquando da definição da política de remuneração, nomeadamente, a forma como contribui para os objetivos enumerados no n.º 1, o modo como as condições de emprego e remuneração dos trabalhadores foram tidas em conta para a determinação da política; a descrição das diferentes componentes da remuneração fixa e variável; a explicitação de todos os bónus e benefícios a atribuir e respetiva proporção; a

---

<sup>251</sup> Poder-se-á fazer um paralelismo entre esta questão e o que se verifica com a eleição do ROC, nos termos do art. 415.º do CSC: sendo da competência do órgão de fiscalização a proposta do ROC, que depois deve ser aprovada em AG, não esclarece a lei se poderão os próprios acionistas, em AG propor um outro ROC, ou se esta é uma competência exclusiva do órgão de fiscalização. Para desenvolvimentos sobre este tema *vide Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. VI, IDET, Coimbra, Almedina, 2013, (coord.: Abreu, J.M. Coutinho de), particularmente a análise do art. 415.º, por GABRIELA FIGUEIREDO DIAS (pp. 569 e ss.).

<sup>252</sup> ABREU, J.M. Coutinho – *ob. cit.*, p. 15, nota 5

<sup>253</sup> O grande detalhe exigido quanto ao conteúdo que deve constar da política de remuneração é também uma novidade em Espanha, dizendo mesmo JOSÉ CARLOS GONZÁLEZ VÁSQUEZ que este é o único artigo da Diretiva que realmente exigia transposição para o ordenamento jurídico espanhol. (*in ob. cit.*, p. 29)

duração dos contratos ou dos acordos, os períodos de pré-aviso aplicáveis e as cláusulas de cessação e pagamentos associados a essa cessação; e ainda a indicação das principais características dos regimes de pensão complementar ou de reforma antecipada.

Já no seu n.º 3, o artigo 26.º-C dedica-se às especificidades da política quando esteja prevista a atribuição de remuneração variável, prescrevendo que devem estar identificados os critérios para a sua atribuição, incluindo os financeiros e os não financeiros, os critérios relacionados com a responsabilidade social, e ainda a forma como contribuem para os objetivos definidos no n.º 1.

A responsabilidade social é um tema ao qual tem sido dada crescente importância, pelo que se revela pertinente a sua inclusão como critério de avaliação do desempenho do administrador no cumprimento das suas funções.

Para além disso, devem ainda estar indicados os métodos a aplicar para determinar em que medida os critérios de desempenho foram cumpridos e os períodos de diferimento e possibilidade de a sociedade solicitar a restituição de remuneração variável já entregue.

Por seu turno, o n.º 4 do mesmo artigo, prescreve que, no caso de estar prevista remuneração com base em ações, a política de remuneração deve identificar os prazos de aquisição dos direitos, o prazo de conservação das ações após aquisição dos direitos (caso aplicável) e, ainda, o modo como essa forma de remuneração contribui para os objetivos descritos no n.º 1.

Já o n.º 5 deste artigo prevê que deve ser incluída uma descrição de todo o processo decisório seguido para a determinação, revisão e aplicação da política de remuneração “nomeadamente as medidas para evitar ou gerir os conflitos de interesses e, se aplicável, o papel da comissão de remunerações ou de outras comissões envolvidas.”

Esta medida vai de encontro àquelas que já eram as recomendações da CMVM e do IPCG, no que respeita à independência dos membros das comissões de remunerações, acrescentando uma camada de controlo no processo decisório da política remuneratória.

Por fim, o n.º 6 refere que, aquando da revisão da política, devem ser descritas e explicadas todas as alterações relevantes introduzidas e de que forma é que essas alterações refletem a opinião e o sentido de votos dos acionistas, bem como os relatórios previstos no



art. 245.º - C (que analisaremos *infra*) emitidos sobre a referida política, desde a última votação.

Esta necessidade de explicação quanto à forma como a opinião dos acionistas foi tida em conta é também uma novidade introduzida pela DDA II e pela Lei n.º 50/2020, que trará facilidade tanto ao nível da preparação e apresentação de uma nova política como na resolução de eventuais conflitos de interesses, não permitindo ignorar as vozes dos acionistas e tornando claro que esta foi ouvida e o modo como foi interpretada e considerada.

Estatui o art. 26.º- D a possibilidade de derrogação temporária da política de remuneração, sempre que seja necessária, excecionalmente, para servir os interesses de longo prazo e a sustentabilidade da sociedade, ou para assegurar a sua viabilidade. No entanto, de acordo com o n.º 2, essa derrogação só é possível caso estejam definidas as condições processuais para a sua aplicação e sejam especificados os elementos da política de remuneração que podem ser derogados. Esta, como vimos, era uma das soluções cuja adoção e transposição a Diretiva deixava à discricionariedade de cada legislador nacional.

Havia escrito COUTINHO DE ABREU que a transposição dessa previsão poderia inspirar o legislador nacional a introduzir uma norma que previsse expressamente a possibilidade de redução das remunerações dos administradores.<sup>254-255</sup> Ora, não foi essa a opção tomada, a nosso ver, mal. Apesar de trazer algum tipo de segurança jurídica a previsão relativa às condições processuais para a derrogação da política remuneratória, permanece por esclarecer a questão já muito discutida pela doutrina nacional, de saber qual a melhor norma a aplicar no caso de a remuneração, apesar de inicialmente atribuída conforme políticas remuneratórias conformes aos princípios de boas práticas de *corporate governance*, se tenha vindo a revelar excessiva.

Com efeito, a transposição da Diretiva vem prever a derrogação da *política remuneratória*, mas não esclarece as possibilidades detidas pela assembleia geral ou pela comissão de remuneração relativamente ao que se segue a essa derrogação.

Poderá considerar-se que, pelo menos de forma indireta, surge a possibilidade de reduzir (mesmo que temporariamente), a remuneração dos administradores das sociedades

---

<sup>254</sup> Sobre este problema, *vide supra*, cap. IV b)

<sup>255</sup> ABREU, J. M. Coutinho, *ob. cit.*, p. 16

cotadas, nestas situações excepcionais, já que permite a alteração temporária da política remuneratória e, conseqüentemente, a alteração da remuneração fixada. Contudo, continua a não estar prevista na nossa lei nacional de forma expressa, a redução da remuneração por parte da assembleia geral, sem o consentimento do administrador.

Estas são questões que há muito são debatidas na doutrina nacional<sup>256</sup> e não seria descabido que o legislador aproveitasse esta oportunidade para estabelecer uma norma que viesse por fim esclarecer esta querela.

Prosseguindo a análise da transposição, o artigo 26.º-E aditado ao CVM é referente à publicação da política de remuneração e acompanha em largos traços o previsto no n.º 7 do artigo 9.º - A da Diretiva, i.e., que a política deve ser publicada no sítio da *internet* da sociedade, contendo a data e os resultados da votação e aprovação pela assembleia geral, permanecendo disponível ao público, gratuitamente, pelo menos enquanto estiver em aplicação.

Optou o legislador por mencionar em último lugar as normas relativas à vigência das práticas e políticas de remuneração. Assim, e em termos semelhantes aos estabelecidos no art. 9.º-A, n.º 2 (2.º e 3.º parágrafos) da Diretiva, estatui o artigo 26.º-F que as práticas existentes em momento anterior à aprovação de uma primeira política remuneratória se encontram em vigor até à aprovação dessa política, o mesmo acontecendo no momento em que já exista uma política de remuneração, até à aprovação de uma nova.

Esta previsão expressa de que a sociedade deve continuar a remunerar os seus administradores em conformidade com o que aplicava anteriormente, não estava contemplada expressamente na Lei n.º 28/2009, mas já era a solução que se adotava.<sup>257</sup>

---

<sup>256</sup> Vide, por exemplo, CUNHA, Paulo Olavo, *ob. cit.*, ABREU, J. M. Coutinho, “*Governança das Sociedades Comerciais*”, Ventura, Raúl *ob. cit.*

<sup>257</sup> Entre outros, ABREU, J. M. Coutinho de, “*Remunerações dos Administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano X, vol. 19, p. 15, nota 6, RIBEIRO, Maria de Fátima, *ob. cit.*, p. 88 e 89, Câmara, Paulo, *ob. cit.*, p. 334. O mesmo se verificava em Espanha, introduzindo-se, com a transposição, o dever de continuar a vigorar a política antiga, em caso de votação negativa da política remuneratória mas que consubstancia apenas um esclarecimento, já que também era a prática em Espanha. (VÁSQUEZ, J. C. González *in ob. cit.*)

O mesmo também se verifica no que diz respeito à não aprovação de uma nova política, devendo a sociedade continuar a remunerar os administradores de acordo com a política que havia sido aprovada anteriormente.

Aquilo que a Lei n.º 28/2009 consagrava era um dever de apresentação de uma declaração, e não de aprovação, não se encontrando previstas consequências negativas para a não aprovação da declaração, pelo que se poderia considerar que não seria possível tirar conclusões relativamente ao modo de agir aquando da não aprovação.<sup>258</sup> No entanto, a prática era já a da submissão a nova votação.<sup>259</sup>

Não se compreende a decisão do legislador nacional de colocar este artigo em último lugar, já que seria mais intuitiva a sua inclusão junto do 26.º-B, que se refere ao procedimento aquando da não aprovação da política remuneratória. Faria, portanto, mais sentido que as consequências da não aprovação aparecessem de forma consecutiva, após o art. 26.º-B.

Por fim, no que toca aos pressupostos relativos ao próprio relatório sobre remunerações, foi escolha do legislador a sua inserção na secção III (“Informação relativa a instrumentos financeiros admitidos à negociação”) do capítulo II (“Mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e sistemas de negociação organizados”) do título IV (“Negociação”) do Código dos Valores Mobiliários, com o aditamento do artigo 245.º-C.

Este artigo dedica-se à concretização da informação que deve constar do relatório sobre as remunerações dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

No seu número 2, o artigo 245.º-C veio densificar o elenco de informações que o relatório deve conter, relativamente à remuneração de cada membro do órgão de fiscalização e administração:

*a) A remuneração total discriminada pelos diferentes componentes, incluindo a proporção relativa da remuneração fixa e da remuneração variável;*

---

<sup>258</sup> Neste sentido, CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, p. 334

<sup>259</sup> ABREU, J. M. Coutinho, *ob. cit.*, p. 15, nota 7 e RIBEIRO, M. Fátima, *ob. cit.*, p.717

*b) Uma explicação do modo como a remuneração total cumpre a política de remuneração adotada, incluindo a forma como a mesma contribui para o desempenho da sociedade a longo prazo e informações sobre a forma como os critérios de desempenho foram aplicados;*

*c) A variação anual da remuneração, do desempenho da sociedade e da remuneração média de trabalhadores em termos equivalentes a tempo inteiro da sociedade, excluindo os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, durante os últimos cinco exercícios, apresentadas em conjunto e de modo a permitir a sua comparação;*

Esta alteração da alínea c), correspondente ao art. 9.º-B, nº 1, al. b) da Diretiva, merece ser assinalada, pela sua inovação e pela relevância social<sup>260</sup> que a discrepância do aumento da remuneração dos administradores e a sua desproporção com o salário dos seus trabalhadores representa,<sup>261</sup> contudo, parece insuficiente para colmatar essa acentuada diferença que se verifica, em particular no contexto de grandes sociedades.

Esta é uma questão que tem suscitado polémica. O estatuto associado à posição de administrador das sociedades, é muitas vezes visto como reflexo do sucesso da sociedade, o que por vezes leva a que se compactue com a atribuição de valores elevados, muitas vezes desproporcionais e injustificados.

Assim, como vimos, considerou o legislador europeu importante que um dos dados a ter em conta aquando da definição da política de remuneração, fosse o fosso que existe entre a remuneração dos administradores e dos trabalhadores (ou a diferença entre o aumento de uma e de outra).<sup>262</sup>

*d) As remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo, na aceção da alínea g) do n.º 1 do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho;*

*e) O número de ações e de opções sobre ações concedidas ou oferecidas, e as principais condições para o exercício dos direitos, incluindo o preço e a data desse exercício e qualquer alteração dessas condições;*

---

<sup>260</sup> Vide, *supra* p. 70 e 71 e nota 172

<sup>261</sup> ABREU, Jorge Coutinho, *ob cit.*, p. 17, nota 13

<sup>262</sup> Com opinião diferente, defendendo mesmo a eliminação desta previsão do texto da Diretiva, VÁSQUEZ, José Carlos González, *ob. cit.*, pp. 48 e 49

f) A possibilidade de solicitar a restituição de uma remuneração variável;

g) Informações sobre qualquer afastamento do procedimento de aplicação da política de remuneração e sobre as derrogações aplicadas, incluindo a explicação da natureza das circunstâncias excepcionais e a indicação dos elementos específicos objeto de derrogação.

À míngua de uma previsão expressa da possibilidade de redução da remuneração dos administradores *a posteriori*, sem necessidade do seu consentimento, as possibilidades previstas nas alíneas f) e g) poderão permitir corrigir o valor remuneratório que se venha a verificar excessivo através de uma solução intra-societária, junto dos órgãos sociais competentes, sem necessidade de intervenção judicial, o que se nos afigura preferível.

A previsão expressa da inclusão de todas estas informações no relatório leva a uma maior ponderação por parte dos acionistas no momento da tomada de decisão na assembleia geral, ou da comissão de remunerações, quando exista, já que obriga a que haja uma fundamentação especialmente aprofundada dos motivos pelos quais se aplica determinada política remuneratória, e, simultaneamente, leva a uma reflexão da forma como as anteriores políticas podem ter impactado os resultados obtidos pela sociedade.

PAULO CÂMARA faz notar que apesar de tanto a Lei n.º 28/2009, como o Código de Governo das Sociedades do IPCG, recomendarem a divulgação da declaração sobre política de remuneração, no que diz respeito às entidades de interesse público; e de sujeitar também as instituições de crédito a deveres de prestação de informações sobre remunerações, por força do *Capital Requirements Regulation* (CRR), não existiam “indicações legislativas quanto ao modo de prestação desta informação”,<sup>263</sup> sendo, em consequência, as práticas adotadas pelas sociedades variadas.

A Diretiva vem, assim, esclarecer e unificar os termos em que devem ser prestadas estas informações, no que respeita às sociedades cotadas, favorecendo uma visão mais organizada e global das remunerações e facilitando a sua monitorização.

O número 3 do artigo 245.º-C faz de novo referência ao tratamento de dados pessoais incluídos no relatório, indicando que o seu objetivo é aumentar a transparência

---

<sup>263</sup> CÂMARA, Paulo “O Relatório Anual de Remunerações de Sociedades Cotadas”, in Publicações Sérvulo (Sérvulo & Associados), 14 maio 2018

quanto à remuneração, de modo a resultar reforçada a responsabilização dos membros dos órgãos de administração e fiscalização e a capacidade de fiscalização por parte dos acionistas relativamente à remuneração daqueles.

No número seguinte, está previsto que este relatório seja submetido a apreciação na assembleia geral anual seguinte ao exercício a que diz respeito e que no próprio relatório deve estar explícita a forma como a apreciação da assembleia geral anterior foi tida em conta.

O relatório deve ficar disponível durante 10 anos no sítio *web* da sociedade, podendo ainda ser mantido por mais tempo, desde que sejam removidos os dados pessoais dos membros dos órgãos de fiscalização e administração, nos termos do número 5 do artigo em análise.

Em Portugal, conforme já vimos, a Lei n.º 28/2009, no seu n.º 3, veio estabelecer a obrigatoriedade de divulgar a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização e do montante anual da sua remuneração, de forma agregada e individual. No caso das sociedades cotadas, essa publicação deveria ser feita no relatório anual sobre governo de sociedades.

Posteriormente, veio o regulamento da CMVM n.º 1/2010, posteriormente revogado pelo n.º 4/2013, estabelecer exigências maiores de informação, de divulgação à CMVM relativa aos planos de atribuições de ações e de aquisição de ações, da justificação para a adoção desses planos, divulgação da forma como a remuneração respeita os interesses a longo prazo da sociedade, assegurando que era baseada no desempenho e que desincentivava a assunção de riscos excessivos, descrição exaustiva das componentes variáveis da estrutura remuneratória, entre outras informações, que foram sendo sucessivamente mais exigentes em Portugal.

Porém, a Lei n.º 28/2009 não previa que o relatório sobre a política remuneratória devesse ficar disponível durante 10 anos, pelo que essa é também uma novidade introduzida pela Diretiva no nosso ordenamento jurídico, que mereceu o aval da Comissão Nacional de Proteção de Dados (CNPd).

Com efeito, o projeto de Proposta de Lei de transposição da Diretiva foi remetido à CNPD, para apreciação da redação das normas que preveem ou regulam tratamentos de dados pessoais, nomeadamente a sugestão de aditamento dos artigos 93.º-A e 245.º-C ao

CVM, que correspondem, respetivamente, ao artigo 3.º-A, n.º 3 e 4 e ao artigo 9.º-B da Diretiva.

No Parecer 2019/34, de 19 de junho de 2019, a CNPD pronunciou-se relativamente a esses artigos.

Relativamente ao artigo 93.º-A, em termos sumários, já que não se reporta ao tema em estudo, atribui o direito de solicitar à entidade gestora do sistema centralizado a informação relativa à identidade dos acionistas. Estes dados devem ser eliminados até 12 meses após as sociedades emitentes, a entidade gestora do sistema centralizado e os intermediários financeiros que prestem os serviços da alínea a) do art. 291.º, terem conhecimento de que a pessoa deixou de ser acionista (sem prejuízo de qualquer prazo de conservação mais alargado previsto na lei). No que a este artigo diz respeito, recomenda a CNPD, no seu parecer, que seja feita remissão expressa para o RGPD, “salvaguardando os direitos de informação, de acesso e retificação dos titulares dos dados nos termos previstos nos artigos 14.º a 16.º deste diploma legal”. Esta recomendação foi tida em conta pelo legislador, já que esta remissão não constava no Anteprojeto e Proposta de Lei, estando agora incluída no texto final da transposição da Diretiva.

Quanto ao artigo 245.º-C, que reproduz o artigo 9.º-B da Diretiva, é uma referência mais relevante para o que aqui analisamos, já que trata da elaboração do relatório das remunerações atribuídas ou devidas durante o último exercício a cada membro dos órgãos de administração e fiscalização, prevendo ainda a novidade da publicação e disponibilização no sítio *web* da sociedade durante 10 anos.

A colocação na *internet* desse tipo de dados e informação pessoal restringe em certa medida o direito à proteção de dados pessoais. Não obstante, considerou a CNPD que essa imposição da Diretiva está devidamente fundamentada, “fazendo prevalecer sobre aquele direito o objetivo de transparência de forma a reforçar o nível de responsabilização dos órgãos de administração e fiscalização e a capacidade de supervisão dos acionistas relativamente à remuneração destes”.<sup>264</sup>

---

<sup>264</sup> Parecer 2019/34 da CNPD, de 19 de junho de 2019

No entanto, apesar de a proposta de redação do art. 245.º-C já prever a proteção dos dados pessoais referentes à situação familiar, sugere que seja feita a remissão para o elenco de categorias que vem previsto especificamente no artigo 9.º do RGPD.

Esta nota não foi acolhida (a nosso ver, de forma incompreensível) pelo legislador na versão final do aditado art. 245.º-C do CVM, que, apesar de impedir a inclusão de “dados pessoais dos membros dos órgãos de administração e fiscalização nem dados pessoais referentes à sua situação familiar”, não remete expressamente para o RGPD (ao contrário do que havia sido feito relativamente ao art. 93.º-A, a sugestão da CNPD).

Feita esta nota, retomemos a análise do aditado art. 245.º-C do CVM.

O seu n.º 6 prescreve que o revisor oficial de contas ou a sociedade de revisores oficiais de contas da sociedade deve verificar que são fornecidas as informações exigidas por este artigo.

No entanto, a competência e responsabilidade pela elaboração e publicação do referido relatório é dos membros do órgão de administração da sociedade, de acordo com o número 7 deste artigo, podendo o relatório ser substituído por um capítulo que conste do relatório anual sobre governo societário, conforme prevê o número 8. Por seu turno, a competência para executar a política remuneratória deverá pertencer ao mesmo órgão que fixa as remunerações, ou seja, a prevista no nosso CSC nos artigos 399.º, n.º 1, 422.º-A, n.º 2, 429.º (*in fine*), 440.º, n.º 2 ou 429.º, (1ª parte).<sup>265</sup>

A Diretiva deixa nas mãos dos Estados-membros e de cada direito nacional, a decisão relativamente às sanções a aplicar no caso de incumprimento (que devem ser eficazes, “proporcionais e dissuasivas”<sup>266</sup>), devendo assegurar a responsabilidade pelo menos perante a sociedade.

No caso de Portugal, nos termos da lei que transpõe a Diretiva, continuar-se-á a aplicar a sanção de coima, à semelhança do que se encontrava estatuído na Lei n.º 28/2009, de 19 de junho.

---

<sup>265</sup> ABREU, Jorge Coutinho, *ob cit*, p. 16

<sup>266</sup> Considerando 50 da DDA II



Da atribuição da competência para a elaboração e publicação do relatório ao órgão de administração da sociedade, poderá resultar que os administradores respondam perante a sociedade pelas coimas que esta venha a pagar, nos termos previstos pelo art. 72.º, n.º 1 do CSC, no caso de incumprimento.<sup>267</sup>

Por fim, o número 9 do aditado artigo 245.º-C impede a inclusão de categorias especiais de dados pessoais dos membros dos órgãos de administração e fiscalização e, ainda, de dados pessoais relativos à sua situação familiar, conforme vimos, não acolhendo as recomendações da CNPD de remissão expressa deste artigo para o RGPD. Esta decisão do legislador nacional poderá ter sido motivada pela simplificação, no entanto, não se compreende que, num momento em que aos dados pessoais é atribuída crescente valorização, se poderá dar azo a situações de discricionariedade e incerteza jurídica, que se poderiam prevenir com essa remissão.

No que concerne à nossa temática, têm ainda relevo os artigos que visam promover e facilitar a participação dos acionistas, e consequentemente, o seu envolvimento na formulação das políticas e relatórios sobre a remuneração.

Assim, salienta-se o aditamento do art. 22.º-A ao CVM, que consagra a obrigatoriedade de a sociedade e o intermediário financeiro que represente o acionista enviarem um comprovativo da receção dos votos expressos por via eletrónica, de forma acessível e gratuita.

Ademais, nos termos do novo art. 29.º-C do CVM, torna-se obrigatória a partilha de informações padronizadas e atempadas necessárias, aos intermediários financeiros pelas próprias sociedades, através de entidade gestora do sistema centralizado, ou diretamente das sociedades para os seus acionistas, de modo a facilitar o exercício do direito dos acionistas.

O art. 29.º-D, também aditado ao CVM, facilita o exercício dos direitos dos acionistas no sentido em que estabelece que os intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito de instrumentos financeiros devem tomar as medidas necessárias para que os acionistas possam, entre outros direitos, votar e participar nas assembleias geral.

---

<sup>267</sup> No mesmo sentido, ABREU, Jorge Coutinho, *ob. cit.*, p. 18

Uma palavra ainda para o art. 390.º do CVM, em particular as alíneas f) e g) do seu n.º 2, que passam a prever a constituição como contraordenação grave da omissão da submissão a votação, em assembleia geral, da proposta de política de remunerações e, ainda, da submissão a apreciação, em assembleia geral, do relatório sobre as remunerações.

Também o regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras (RGICSF) é alterado, passando a prever que o incumprimento das regras relativas às práticas e políticas remuneratórias que deste regime constam, assim como a omissão de realização de divulgações obrigatórias referentes às mesmas, passem a estar incluídas no âmbito das infrações especialmente graves.

As restantes alterações e aditamentos são respeitantes às outras matérias abordadas pela Diretiva, pelo que não nos debruçaremos sobre elas.

Convém notar que a revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, vem apenas a confirmar aquele que é o posicionamento da maioria doutrinária, que sempre questionou a inclusão dos pressupostos relativos à remuneração dos administradores neste diploma legal.<sup>268</sup>

Contudo, será ainda de assinalar que a submissão a aprovação anual da assembleia geral da declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização prevista pela Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, era aplicada “às entidades de interesse público enumeradas no Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 novembro, que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria” e às sociedades financeiras e sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões.

Ora, nos termos das disposições conjugadas de ambos os diplomas, a Lei n.º 28/2009 aplicava-se não só aos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, mas também às instituições de crédito que estejam obrigadas à revisão legal de contas, às sociedades gestoras de participações sociais, quando as participações detidas, direta ou indiretamente, lhes confirmam a maioria dos direitos de voto nestas últimas, as empresas de seguros, as sociedades gestoras de participações sociais no

---

<sup>268</sup> *Vide*, por todos, CÂMARA, PAULO, in “*Say on Pay: O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*”, p. 10

setor dos seguros, os fundos de pensões, as sociedades gestoras de fundos de pensões, as sociedades financeiras e as sociedades gestores de fundos de capital de risco.

Assim, apesar das previsões de que, à semelhança da transposição de outras Diretivas, cuja aplicação se verificou a outras sociedades que não apenas as cotadas, o âmbito de aplicação da Nova Diretiva fosse também abrangente de outro tipo de sociedades abertas, foi escolha do legislador nacional aplicar as normas introduzidas com a transposição da Diretiva apenas às sociedades emitentes de ações sujeitas a negociação em mercado regulamentado.

Ora, esta opção é criticável já que, por um lado, o número de sociedades cotadas em Portugal é reduzido, deixando de fora do universo aplicativo da Diretiva outras entidades de interesse público; e, por outro, com a revogação da Lei n.º 28/2009, que regulava também matéria sancionatória, parece ficar por completar um vazio legislativo no que diz respeito a essas outras entidades de interesse público, alterando-se apenas o RGICSF na medida em que o incumprimento das regras relativas às práticas e políticas remuneratórias que deste regime constam, assim como a omissão de realização de divulgações obrigatórias referentes às mesmas, passam a estar incluídas no âmbito das infrações especialmente graves.

ANTÓNIO GARCIA ROLO nota ainda que o reforço da Diretiva no que diz respeito a normas aplicáveis em especial às sociedades cotadas resulta numa diminuição da liberdade conferida à organização interna da sociedade e também à sua relação com os seus acionistas, conduzindo ao que o autor chama de reforço da “publicização”<sup>269</sup> do regime aplicável às sociedades cotadas.<sup>270</sup>

---

<sup>269</sup> Já em 2001 escrevia EDUARDO PAZ FERREIRA, relativamente ao papel da informação no Direito dos Valores Mobiliários que “este é um dos domínios em que mais claramente se verifica o fenómeno da publicização do direito privado (...)” e ainda “O direito dos valores mobiliários veio, aliás, prolongar uma evolução (...) para se aproximar de uma concepção de direito de raiz anglo-saxónica em que a responsabilização das sociedades perante a colectividade é um valor fundamental, correspondente à ultrapassagem do direito comercial de base individualista” (*in* “A informação no mercado dos valores mobiliários”, Direito dos Valores Mobiliários, Vol III, Coimbra Editora, 2001, p. 138)

<sup>270</sup> ROLO, António Garcia, *ob. cit.*, p. 584. A excessiva “estatização” que a transposição da Diretiva introduziu no nosso ordenamento jurídico foi também uma crítica dos deputados dos partidos com representação na Assembleia da República com ideais mais liberais, aquando da apreciação da proposta de lei de transposição, na Reunião Plenária de dia 12 de março de 2020, publicado no Diário da Assembleia da República, I série, n.º 39, pp. 31 e ss.

Apesar de se concordar que se deve primar pela “liberdade regulada” do funcionamento dos mercados e pela autonomia das sociedades, cremos que esta maior intervenção se justifica, dada a importância dos assuntos a que a DDA II se reporta, com o sentido não de dirigir a economia mas antes de procurar restabelecer condições que procurem impedir determinadas anomalias. Com efeito, tendo em conta a inegável assimetria informativa, a constatada falta de um eficiente controlo e fiscalização internos, a necessidade de proteção de interesses de acionistas com menor poder, e de defesa do próprio interesse público, leva a que, a nosso ver, se justifique uma maior intervenção legislativa, de mão dada com as Recomendações e Códigos de *Corporate Governance*.<sup>271</sup>

Prosseguindo a nossa exposição, também a Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais se pronunciou quanto ao Anteprojeto português de transposição da Diretiva, num parecer datado de 19 de junho de 2019, com a referência DIR/CE/2019/32.

No que toca à remuneração dos administradores, faz notar a ATM que as alterações propostas não são revolucionárias relativamente ao que estava já previsto no ordenamento jurídico nacional, lembrando ainda que muitas sociedades cotadas adotavam também já as recomendações da CMVM e do IPCG.

No que diz respeito concretamente às alterações introduzidas pelos arts. 26.º-A a 26.º-F, considerou a ATM que “não merece qualquer reparo”, já que se revela uma solução “equilibrada (dentro das várias hipóteses possíveis), reforçando o princípio *say on pay* e com a latitude suficiente para o emitente adotar a política de remuneração que melhor sirva os interesses de longo prazo da sociedade”.

Importante é também referenciar que ainda não é possível observar as mais valias da DDA II, antes do início da verificação do impacto económico-financeiro provocado pela pandemia COVID-19, parcialmente pelo facto de aquela ter sido transposta de forma tardia (embora se a transposição tivesse ocorrido a tempo, fosse igualmente difícil que já manifestasse os seus efeitos).

---

<sup>271</sup> Com opinião contrária, RUI PINTO DUARTE (*in ob. cit.*, pp. 89 e 90) afirmando “Sou dos que acreditam que o mercado tem de ser regulado. Isso, porém, não implica uma forte interferência na vida interna das sociedades. A «relação de agência» e a assimetria de informação entre os gestores e os acionistas são conaturais às sociedades cotadas. Querer suprimi-las é querer chegar a lado nenhum, causando de caminho prejuízos elevados.”

Destarte, adivinhando-se a forma como a pandemia iria afetar o setor empresarial e financeiro, foi, entretanto, emitida uma Recomendação pela CMVM, que aconselha as sociedades a seguir os princípios gerais propostos pela Diretiva.

Assim, a 14 de abril de 2020, a CMVM emitiu “Recomendações aos emitentes de valores mobiliários sobre a adoção de princípios de sustentabilidade na informação financeira, e nas políticas de dividendos, remunerações e resiliência operacional”<sup>272</sup>.

Nestas recomendações, a CMVM vem, em larga medida, ao encontro do estatuído pela Diretiva, alertando para a importância da divulgação de informação precisa e detalhada, considerando a situação de incerteza e instabilidade.

Dividem-se as recomendações em 4 pontos essenciais.

Em primeiro lugar, relativamente aos emitentes que não tenham ainda realizado a assembleia geral anual, recomenda a CMVM que as propostas apresentadas aos acionistas sejam formuladas com maior diligência, suportadas com “informação, estimativas e pressupostos o mais detalhados possível”, e tendo em consideração o posicionamento a longo prazo e todas as partes interessadas.

Em segundo lugar, estendeu a necessidade de fundamentação à matéria que diz respeito a distribuição de dividendos ou recompra de ações, de forma a alinhar os interesses da sociedade com os dos seus *stakeholders*, dada a alteração de circunstâncias que a pandemia veio a provocar. Assim, são exigidos padrões elevados de qualidade informativa, que proporcionem aos acionistas de forma clara e compreensível, o conhecimento relativo aos fundamentos e enquadramentos dos desafios colocados pelo contexto hodierno.

Em terceiro lugar, relativamente aos riscos relativos à continuidade de negócios no médio prazo, bem como às ações de mitigação desses riscos, adverte-se que estes devem ser relatados nos relatórios de informação financeira e não financeira.

Por fim, no que diz respeito diretamente à política de remuneração de membros dos órgãos sociais e dirigentes, alerta-se para que esta seja apresentada de acordo com “preocupações acrescidas de adequada fundamentação quanto ao seu alinhamento com os

---

272

Consultadas em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/20200414b.aspx?v=3>, a 22-07-2020

interesses de longo prazo da sociedade e de todos os *stakeholders*, devendo ser apresentadas e explicitadas nos documentos de suporte e nas próprias assembleias gerais.”

Estas recomendações vêm reforçar e alertar para a importância de uma atuação de acordo com os princípios que estão previstos pela DDA II, pese embora esta não tenha sido, àquele momento, ainda transposta para o direito nacional, dado o impacto económico que já se sente e, com certeza, se sentirá ainda no futuro, resultante da pandemia que afetou a economia mundial, prevenindo-se os seus efeitos.

## **XI - Conclusão**

Percorrido este caminho, é possível retirar algumas conclusões e opiniões quanto às questões que estiveram em destaque ao longo deste estudo (não descurando alguns comentários que se foram fazendo ao longo do corpo do texto).

Fica, desde logo, clara a importância disciplinarmente transversal da fixação de uma remuneração criteriosa e adequada, pautada por uma política que envolva princípios de sustentabilidade e de previsões a longo prazo, que premeie o bom desempenho dos administradores e que seja ponderada de acordo com a situação que tanto a sociedade como o mercado estejam a passar.

Com efeito, a remuneração atribuída aos administradores executivos traz consequências de diversas índoles para a vida e sustentabilidade da própria sociedade, tendo influência no lucro futuro, na sua imagem perante investidores, na motivação dos próprios administradores, na prossecução do interesse social, e mesmo na satisfação dos acionistas; para além da influência no mercado financeiro e das questões de carácter social e político que a atribuição de uma remuneração elevadíssima e desproporcional levantam.

A Diretiva (UE) 2017/828 é sem dúvida um passo em frente dado pelo legislador europeu num percurso já antigo de incentivo à participação e controlo acionista na vida das sociedades cotadas, que viemos a analisar mais particularmente no que contende com as políticas remuneratórias. É claro o objetivo da DDA II de aprofundar o seu envolvimento e vigilância relativamente a esta matéria.

Este, como vimos, é um dos temas com mais relevância no que toca a boas práticas de *corporate governance* e os vazios legais não parecem ter ficado supridos com as alterações introduzidas pela Diretiva, pelo menos não em Portugal, onde já era dada uma voz ativa aos acionistas, não deixando, por isso, de existir outras questões que parecem ficar por abordar e esclarecer.

No que respeita à questão da participação acionista na política remuneratória dos administradores executivos das sociedades cotadas nacionais, vem esclarecer algumas dúvidas e reforçar os seus direitos.

Considerando que os acionistas representavam já um papel principal na fixação da remuneração dos seus administradores executivos no nosso ordenamento jurídico, é de louvar o reforço da partilha de informação e a facilitação do seu acesso, que, acreditamos, poderá potenciar uma avaliação mais adequada do desempenho dos administradores, por parte dos acionistas, inclusivamente fazendo-os sentir mais confiantes quanto às suas capacidades no momento de tomar decisões relativas a esta matéria, motivando essa intervenção, especialmente considerando que o corpo acionista geralmente se caracteriza pela apatia e desinteresse pela vida da sociedade.

No que diz respeito à divulgação do relatório de remunerações dos administradores, e valores concretos auferidos por estes, a Diretiva, e sua conseqüente transposição para o ordenamento jurídico nacional, vêm acrescentar clareza quanto aos elementos que esta deve conter, sendo mais exigente e completo, contribuindo para o aumento da segurança e transparência e para o alinhamento das políticas remuneratórias com os interesses dos *shareholders*.

Esteve também bem o legislador ao prever a proteção de dados pessoais dos administradores cuja publicação não era estritamente necessária à prossecução dos objetivos a que esta se destina, permitindo um balanço entre a proteção de dados pessoais, à qual é dado um valor crescente no mundo digital e global, sem descuidar a proteção da sociedade, dos investidores, dos mercados e do interesse público.

Não obstante, a transposição de uma Diretiva não poderá cingir-se à sua simples reprodução para o ordenamento jurídico interno de forma acrítica e simplista, devendo ser adaptada e elaborada à luz das exigências de cada ordenamento jurídico.

Poderia, a nosso ver, o legislador nacional ter ido mais além, já que as próprias normas previstas na DDA II em pouco vinham a alterar aquele que já era o regime em vigor em Portugal, perdendo assim uma oportunidade de, seguindo os objetivos e filosofias da Diretiva, enriquecer e esclarecer questões há demasiado tempo discutidas na dogmática nacional.

Assim, cremos que não teve o legislador em suficiente conta as especificidades da governação societária nacional, e, ainda menos, das características do mercado bolsista português, significativamente mais pequeno e menos evoluído do que o de outros Estados-



membros, não se podendo justificar com a lógica aplicação da DDA II a nível de todos os Estados-membros da UE para ancorar uma eventual “preguiça” em analisar a fundo a forma como poderia adaptar as previsões da Diretiva para o direito pátrio (mais ainda quando a sua transposição é feita de forma tardia...).

Nomeadamente, não teria sido despiciendo que o legislador nacional tivesse aproveitado as alterações impostas pela Diretiva para ousar ir mais além, introduzindo de forma expressa previsões normativas no que diz respeito a medidas *ex post*, de reação à atribuição de remuneração que se venha a revelar excessiva. Apesar de o ter feito de forma indireta, através da previsão da derrogação temporária da política remuneratória (e conseqüente possibilidade de alteração da própria remuneração), e da restituição da remuneração pelo próprio administrador; cremos que já seria tempo de deixar clara uma solução para esta querela, prevenindo-se, inclusivamente, as constantes e sucessivas alterações legislativas que o CSC e o CVM têm vindo a sofrer.

A transposição da Diretiva comportou também a (adivinhada) revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho que, conforme fomos vendo, sempre criou dúvidas sobre se seria a norma mais indicada para albergar todas as previsões legislativas nela contidas, já que se tratava de uma lei sobre matéria sancionatória.

No entanto, revogando-se a supramencionada Lei, cujo âmbito de aplicação eram as entidades de interesse público enumeradas no Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 novembro, que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria, as sociedades financeiras e sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões, fica criado um vazio legislativo no respeitante a determinadas entidades, que a transposição da DDA II não cobriu, o que poderá resultar numa desnecessária incerteza e insegurança jurídica.

Acresce ainda que ficamos com algumas dúvidas de que o “aperto” quanto às informações e obrigações que recaem sobre os acionistas, que, apesar de não serem significativamente alteradas, acabam por ser mais exigentes, resultem no incentivo que é necessário, quiçá urgente, para o crescimento e fortalecimento da Bolsa nacional.

É uma constatação que no mercado bolsista nacional se denota instabilidade e fragilidade, demonstrada, por exemplo, pelo facto de os últimos índices do PSI 20, nem sequer serem compostos por 20 sociedades, já que não existem, em Portugal, em número

suficiente, sociedades que preencham os critérios mínimos de dimensão, dispersão de capital e liquidez para nele poderem figurar.<sup>273</sup>

Fica o receio de que a menor liberdade concedida às sociedades cotadas e, por outra, de que os maiores ónus impostos sobre os seus acionistas resultem num menor investimento nas sociedades cotadas nacionais.

Virando-nos para o panorama geral, concordamos que uma maior participação e controlo dos acionistas possa resultar na adoção por parte das sociedades de melhores práticas remuneratórias, especialmente quando aliadas às exigências de transparência e reforço dos direitos de informação e de voto. Contudo, não nos parece indubitável e factual que uma maior participação acionista na vida societária resulte necessariamente numa melhoria da política remuneratória, não sendo raros, como fomos vendo, os argumentos que referem a sua eventual falta de conhecimentos específicos quanto à matéria e o facto de estes continuarem a ver as suas ações como meros ativos, procurando também incentivar a investimentos que os beneficiem a curto prazo

O “combate” a este tipo de acionista é feito através das exigências de informação que devem constar da declaração sobre a política de remuneração e, particularmente, dos princípios que a DDA II exige que sejam ponderados aquando da sua definição. Veremos, no entanto, se isso será suficiente.

Por outro lado, reforça-se a aceitação por parte dos acionistas da política remuneratória aprovada, da fixação da remuneração (que, dependendo da existência ou não da comissão de remunerações (e do modelo societário), será de sua competência), e da análise e votação do próprio relatório sobre as remunerações, pelo que existirá uma intervenção de braço (mais) forte por parte do corpo acionista, que inclusivamente poderá provocar uma eventual repartição de responsabilidades, quando haja atribuição de remuneração em larga medida excessiva aos administradores executivos, sem que isso se reflita necessariamente nas qualidades e competências e nos resultados que estes tenham obtido para a sociedade.

---

<sup>273</sup> Para maiores desenvolvidos sobre a situação do mercado bolsista nacional, vide in “*O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*” (coord. Câmara, Paulo), Coimbra, Almedina, 2017, ISBN 978-972-40-7270-8 – “*O futuro bolsista*” de Maria João Carioca, pp. 453-456 e “*O futuro da Bolsa: uma agenda para o Mercado de Capitais em Portugal*”, de Abel Sequeira Ferreira, pp. 457-494

Temos receio que, nos Estados-membros em que a participação dos acionistas neste tema seja uma novidade, acabe por se verificar uma eventual repartição de responsabilidades, já que, anteriormente, não era um dever destes, que acabam por ficar com mais ónus, sendo que até então, na qualidade de detentores de participações em sociedades cotadas deveriam ter como único risco a perda do próprio valor resultante do seu investimento.

Numa nota positiva, a maior intervenção dos acionistas resultará necessariamente numa maior partilha de informação, que contribuirá para ultrapassar um dos maiores obstáculos relativos ao tema das remunerações dos administradores: o conflito de interesses (os *agency problems*). Parece intuitivo e natural que a forma de evitar que existam conflitos de agência seja reduzir os custos de agência e, conseqüentemente, reduzir a assimetria informativa, o que poderá passar pelo incentivo e facilitação da participação daqueles que se encontram no “lado mais leve da balança informativa”: os acionistas.

Ora, não se verificando alterações de elevada índole na legislação nacional dos Estados-membros com os mercados de dimensão mais significativa, são inegáveis as vantagens da uniformização das exigências de informação que devem ser divulgadas no respeitante à remuneração dos administradores, especialmente considerando sociedades com acionistas de diversos ordenamentos jurídicos e que adotam diferentes modelos governativos.

Confiamos, assim, que poderá ser vantajosa a harmonização das normas quanto a estas matérias, visto que ficará facilitada a negociação e comunicação entre as diferentes sociedades cotadas que, em grande número, são compostas por acionistas de diferentes países, não ficando limitada a liberdade e adaptação à escolha quanto ao modelo de organização societária.

Com efeito, com as normas introduzidas pela DDA II, os acionistas de sociedades cotadas com sede num Estado-membro diferente daquele onde residem verão o exercício dos seus direitos de voto e de acesso a informação fundamental facilitados, de modo a poderem votar de forma ponderada e criteriosa.

Assim, apesar de a Diretiva não introduzir mudanças de maior nos vários ordenamentos jurídicos internos, vem fortalecer a tendência de atribuir voz à assembleia

geral no que diz respeito à remuneração dos administradores, principalmente nos Estados-membros em que aqueles não têm competência de fixação da remuneração.

Curioso é, ainda, notar, que a realidade em que se insere a escrita da presente dissertação é precisamente aquela cuja prevenção esteve na égide da formulação dos objetivos do legislador europeu ao atualizar a Diretiva dos Direitos dos Acionistas, após análise e rescaldo das origens da crise de 2007/2008. Será, neste ensejo, interessante analisar os efeitos que a aplicabilidade da Diretiva terá nos Estados-membros, dada a crise financeira que se adivinha após a pandemia que se vive atualmente. Restará aguardar para observar se os esforços empenhados pelo legislador europeu e nacional resultarão visíveis, não só, mas também, após o impacto económico e financeiro resultante da pandemia da COVID-19, o primeiro teste de fundo que as sociedades enfrentarão desde a publicação da Diretiva.

Respeitando os limites do quanto nos poderemos alongar na realização desta dissertação de mestrado, concluímos afirmando esperar ter apresentado um trabalho o mais completo e coeso possível, que acreditamos ter focado nos pontos essenciais cujo estudo pretendíamos aprofundar, sabendo também que, sendo este um tema multidisciplinar, extenso e complexo na sua divergência de opiniões, muito fica por dizer.

## Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de – “*Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social*” in Reformas do Código das Sociedades, IDET, colóquios n.º 3, Coimbra, Almedina, 2007, ISBN 978-972-40- 3125-5, pp. 15-47

“*Responsabilidade civil dos administradores*”, in IDET/Cadernos n.º 5, Coimbra, Almedina, 2ª ed., ISBN 978-972-40-4129-2

“*Governança das Sociedades Comerciais*”, 2ª ed., Coimbra, Almedina 2010, ISBN 978-972-40-4112-4

Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume VI, IDET, Coimbra, Almedina, 2013 (coord.) ISBN 978-972-40-5298-4

“*Remunerações dos Administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*”, in Direito das Sociedades em Revista, ano X, vol. 19, ISNN 1647-2586, pp. 13-26

“*O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas*”, in Direito das Sociedades em Revista, ano X, vol. 20, ISNN 1647-2586 pp. 13-19

*Curso de Direito Comercial, vol II – Das sociedades*, 6ª ed., Coimbra, Almedina, 2019, ISBN 978-972-40-7840-3

AFONSO, Joana Braz – “*Remuneração dos Administradores: a Procura de Boas Práticas*”, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2011

ALBUQUERQUE, Ana Inês de Almeida, “*Remuneração dos Administradores de Sociedades Anónimas*”, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2010

ALMEIDA, António Pereira de “*Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*”, 6ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011 ISBN 978-972-32-1916-6

ANTUNES, José A. Engrácia, “*Direito das sociedades: parte geral*”, 9.ª edição, revista e atualizada, Almedina, 2020, ISBN 978-989-20-3552-9

ASF, Nota de Informação, sobre a Lei n.º 50/2020 de 25 de agosto [em linha], disponível em [https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/173C9780-DBC3-4DA8-875E-7C294CDC03E4/0/NI\\_lei502020.pdf](https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/173C9780-DBC3-4DA8-875E-7C294CDC03E4/0/NI_lei502020.pdf)

BELZUS Advogados “*O que muda para os acionistas de sociedades cotadas – diretiva dos acionistas II*”, de 09-10-2020 [em linha] [consultado a 20-10-2020], disponível em <http://www.belzuz.net/pt/publicacoes/em-portugues/item/11178-sociedades-cotadas-lisboa-porto-portugal.html>

BENBUNAN, Moisés, “*Principales novedades introducidas por el Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019 por el que se modifica la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras*”, 10 de julho de 2019 [em linha], [consultado a 10-10-2020], disponível em <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-mercantil/societario/principales-novedades-introducidas-por-el-anteproyecto-de-ley-de-24-de-mayo-de-2019-por-el-que-se-modifica-la-ley-de-sociedades-de-capital-y-otras-normas-financieras-2019-07-10/>

BIRKMOSE, Hanne S., SERGAKIS, Konstantinos, et. al., “*Enforcing Shareholders’ Duties*” [em linha] Elgar Financial Law, 2019, [consultado em 20/03/2020], disponível em Elgar Online

CÂMARA, Paulo – “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, Coimbra, Almedina, 2009, ISBN 978-972-40-3855-1

“*Say on Pay: o dever de apreciação de política remuneratória pela Assembleia Geral*”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, ano I, n.º 2, Almedina, pp. 321-344,

“*Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: um retrato anatómico*” in Câmara, Paulo [et. al.] “*Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro*”, Almedina, Coimbra, 2010 ISBN (totalidade da obra) 978-972-40-4078-3

*“O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros”* (coord.) [et al.], Coimbra, Almedina, 2017, ISBN 978-972-40-7270-8

*“O Relatório Anual de Remunerações de Sociedades Cotadas”*, [em linha] in Publicações Sérvulo (Sérvulo & Associados), 14 maio 2018 [consultado a 17/09/2019], disponível em <https://www.servulo.com/pt/investigacao-e-conhecimento/O-Relatorio-Anual-de-Remuneracoes-de-Sociedades-Cotadas/6199/>

CASTRO, Carlos Osório de - *“A informação no Direito do Mercado dos Valores Mobiliários”*, Separata de “Direito dos Valores Mobiliários”, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pp. 333-347

CORDEIRO, António Menezes – *“Da responsabilidade dos administradores das sociedades comerciais”*, Lisboa, LEX, 1997, ISBN 972-9495-57-2

*“Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”*, in Revista da Ordem dos Advogados, ano 66, n.º 2, setembro 2006, ISSN 0870-8118, pp. 443-488

*“A Diretriz 2007/36, de 11 de julho (accionistas de sociedades cotadas): comentários à proposta de transposição”* in Revista da Ordem dos Advogados, ano 68, n.º II/III, 2008, ISSN 0870-8118, pp. 503-554

*“A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades”* in Revista de Direito das Sociedades, ano I (2009), n.º 2, ISSN 1647-1105 ISBN 978-972-40-3901-5, pp. 263-286

*“Direito das Sociedades, I Parte Geral”*, 3ª ed., ampliada e atualizada, Coimbra, Almedina, 2011, ISBN 978-972-40-4508-5

*“Manual de Direitos dos Valores Mobiliários”*, Coimbra, Almedina, 2016, ISBN 978-972-40-6801-5

CORREIA, Luís Brito – “*Os Administradores de Sociedades Anónimas*”, Coimbra, Almedina, 1993, ISBN 972-40-0729-4

COUTO, Ana Sá – “*Comissão de Fixação de Remunerações*”, [em linha] [consultado a 04-09-2019] in *Actualidad Juridica Uría Menéndez*, 37-2014

CRAVO, Laura Abreu – “*Publicação da alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas de Sociedades Cotadas [Diretiva (UE) 2017/828]*” in *Revista de Direito das Sociedades IX* (2017), 3, ISSN 1647-1105 ISBN 978-009-03-1105-7 pp. 729-731

CTSU Advogados – “*Transposição da diretiva relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas (SRD II ou Diretiva dos Acionistas II)*” [em linha] [consultado a 01-10-2020] disponível em <https://www.cts.pt/ct/pt/pages/alertas-legais/Alerta-legal-124.html>

CUNHA, Benedita Magalhães da – “*Políticas e práticas remuneratórias nas instituições de crédito*” in *Direito dos Valores Mobiliários II*, Lisboa, AAFDL, 2018

CUNHA, Paulo Olavo, “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 6.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2016, ISBN 978-972-40-6797-1

DIAS, Maria João “*A identificação dos acionistas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano XII, vol 23, ISSN 1647-2586, pp. 125-150

DUARTE, Rui Pinto “*Escritos sobre Direito das Sociedades*”, [s.l.], Coimbra Editora, 2008, ISBN 978-972-32-1632-5

ESTACA, J. N. Marques “*O interesse da sociedade nas deliberações sociais*”, Coimbra, Almedina, 2003 ISBN 972-40-2033-9

FERREIRA, Eduardo Paz “*Sectores estratégicos e intervenção do Estado no mercado dos valores mobiliários*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 9-28, ISBN (vol III) 972-32-1011-8

“*A informação no mercado dos valores mobiliários*”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol III, Coimbra Editora, 2001, pp. 137-159 ISBN (vol III) 972-32-1011-8



FERNANDES, Ricardo Sá – “*O Direitos dos Mercados em geral e o Mercado de Valores Mobiliários em especial*”, Separata de “Direito dos Valores Mobiliários”, Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, pp. 189-199

FISCH, Jill; PALIA, Darius e SOLOMON, Steven Davidoff – “*Is say on pay all about pay? The impact of firm performance*”, [em linha] in Harvard Business Law Review, Vol. 8, Rev. 101, 2018, [consultado a 17-09-2019], disponível em HeinOnline

FRADA, Ana Raquel, “*A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas. Tutela Preventiva e Medidas ex post*”, in (coord. RIBEIRO, Maria de Fátima), “*Questões de tutela de credores e de sócios das sociedades comerciais*” Coimbra, Almedina, 2013, ISBN 978-972-40-5012-6

FURTADO, J. H. Pinto – “*Deliberações dos Sócios – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*” – Almedina, 1993

GANHÃO, Patrícia Alexandra Rosa – “*O Controlo da Remuneração dos Administradores pelos Acionistas*”, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Escola de Lisboa, Faculdade de Direito, 2016

GARRIDES PORTUGAL, S.P.L., - “*Comentário Corporate Governance – Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas*”, [em linha] 1-2017 (29 de maio), consultado [09-07-2020] disponível em [www.garrigues.com](http://www.garrigues.com)

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 Câmara, Paulo [et. al.] “*Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro*”, Coimbra, Almedina, 2010 ISBN (totalidade da obra) 978-972-40-4078-3, pp. 214-291

GOMES, Fátima “*Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas”, em geral, e no sector financeiro, em particular*”, in I Congresso Direitos das Sociedades em Revista, Lisboa, Almedina, 2011, ISBN 978-972-40-4513-9, pp. 297-333,

GOMES, José Ferreira e GONÇALVES, Diogo Costa – “*Manual de Sociedades abertas e de Sociedades cotadas*”, Vol I, Lisboa, AAFDL Editora, 2018, ISBN 978-972-629-250-0

GOMES, José Ferreira, “*O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a -substituição do Código da CMVM*”, in *Revista Direito das Sociedades IX* (2017), 4, ISSN 1647-1105, ISBN 978-009-04-1105-4 pp. 979-991

GONÇALVES, Diogo Costa “*A remuneração dos administradores das instituições de crédito: o comité de remunerações*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano VII (2015), n.º 3/4, Lisboa, Almedina, ISSN 1647-1105 ISBN 978-007-03-1105-3, pp. 509-533

GUEDES, Inês Ermida de Sousa – “*A remuneração dos administradores: perspetiva a partir da crise de 2008*”, Dissertação de Mestrado publicada apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Coimbra, Almedina, 2011, ISBN 978-972-40-4516-0

GUILARTE, Juan Sánchez-Calero, “*La retribución de los administradores de sociedades cotizadas (La información societaria como solución)*” in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 28, 2007-1, Editorial Arazandi, SA. ISSN 1134-7686, pp. 19-58

LABAREDA, João “*Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais das sociedades cotadas*” in *Direito das Sociedades em Revista*, ano III (2011), vol 5, ISSN 1647-2586, pp. 89-127

LUIZ, Stephanie, “*Executive Remuneration and Shareholder Voting*”, [em linha] *South African Mercantile Law Journal*, Vol 25, n.º 3, [consultado a 06/01/2020] disponível em HeinOnline, pp. 267-300

MACHADO, Daniela Filipa Zamora, “*A Remuneração dos Administradores nas Sociedades Cotadas: Determinantes e Enquadramento Legal*”: Trabalho de Projeto de Mestrado, apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2015

MANNINEN, Hanna-Mari e TIENSUU, Tuomas – “*Implementation of EU’s Second Shareholder Rights Directive in Finland*”, [em linha] 29 março 2019, [consultado em 06/09/2019] disponível em <https://www.dittmar.fi/insight/implementation-of-eus-second-shareholder-rightsdirective-in-finland/>

MATOS, Pedro Verga, “*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, pp. 92-104

MENESES, Sara Lemos e AZEVEDO, Raquel, “*Direita dos Acionistas II – Transposição*”, 07/10/2020 [em linha] [consultado a 20-10-2020], disponível em <https://pt.fundspeople.com/news/diretiva-dos-acionistas-ii-transposicao>

MUÑOZ, Miguel Ruiz, “*Nuevo régimen jurídico de la retribución de los administradores de las sociedades de capital en el derecho español*”, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, ano XXXI, 1/2017, pp. 27-118

MUSAALI, Miriam, “*Directores remuneration – who should decide?*” [em linha] Janeiro 2009, [consultado em 12-09-2020] disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407389>

MYNORS, Meyer, “*The perils of shareholder voting on executive compensation*” [em linha] in *DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW*, Vol. 36, pp. 417-461, [consultado a 16/06/2020], disponível em <http://ssrn.com/abstract=1950323>

NASCIMENTO, Raquel Sofia Pereira do, “*A Remuneração dos Administradores e o desempenho da empresa: o caso português*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 32, Abril de 2009, pp. 73-93

O'DWYER, Aidan, “*Corporate Governance after the Financial Crisis: The Role of Shareholders in Monitoring the Activities of the Board*”, [em linha] *Aberdeen Student Law Review*, 5, 2014, pp.112-133, [consultado a 06/01/2020], disponível em HeinOnline

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de “*Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela de investidores?*” in *RDS*, ano VIII (2016), n.º 4, ISSN 1647-1105, ISBN 978-008-04-1105-7, pp. 787-809

PĂNESCU, Manuela, “*Shareholder Rights Directive II gets transposed into local legislation – a look at say on pay*” (1 de agosto de 2019, Sustainalytics) [em linha] [consultado a 15-10-2020] disponível em <https://www.sustainalytics.com/esg-blog/shareholder-rights-directive-ii-director-remuneration/>

PASSADOR, Maria Lucia e RIGANTI, Federico, “*Shareholders’ Rights in Agency Conflicts: Selected Issues in the Transatlantic Debate*”, [em linha] *Delaware Journal of*

Corporate Law, Vol. 42, n.º 3, 2018 pp. 569-618, [consultado a 06/01/2020], disponível em HeinOnline

PINTO, Filipa Nunes “*A responsabilidade civil dos administradores das sociedades*”, in Revista de Direito das Sociedades, ano VII (2015), n.º 1, Lisboa, Almedina, ISSN 1647-1105, pp. 85-107

PINTO, José Costa (coord.) *et al.* “*A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal: Volume comemorativo do X aniversário do Instituto Português de Corporate Governance*”, Coimbra, Almedina, 2013, ISBN 978-972-40-5473-5

PLMJ “*Diretiva dos Acionistas II – Participação, Informação e Transparência*”, Abril 2019, [em linha] [consultado em 04-09-2019] disponível em [www.plmj.com](http://www.plmj.com)

RAMOS, Elisabete Gomes - “*Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades anónimas perante os credores sociais*”, in Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, STVDIA IYRIDICA 67, Coimbra Editora, 2002, pp. 99-105

RIBEIRO, Maria de Fátima – “*Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*” in Ribeiro, M. Fátima, *et. al.* (coord.) “*Jornadas Sociedades Abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*”, org. Universidade Católica do Porto, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 11-29

“*Os modelos de remuneração dos membros dos órgãos de administração das sociedades comerciais e as comissões de remunerações*”, in REIS, João, *et. al.* (coord.) – Para Jorge Leite – Escritos Jurídico-Laborais, Vol II, Coimbra, Coimbra Editora, 2014, pp. pp. 679-728

“*Remuneração dos administradores e boa governação das sociedades: o acórdão do STJ de 27 de março de 2014*”, AB Instantia - 2015, Ano III, n.o 5, Anual, pp. 12-44

RODRIGUES, Ilídio Duarte “*A administração das sociedades por quotas e anónimas – Organização e estatuto dos administradores*”, Lisboa, Petrony, 1990

RODRIGUES, Jorge “*Corporate Governance: uma introdução*”, Edições Pedagogo, 2008

ROLO, António Garcia - “*As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades cotadas: novidades e perspetivas de transposição*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano IX (2017), n.º 3, ISSN 1647-1105 ISBN 978-009-03-1105-7 pp. 557-585;

“*Notas sobre o Anteprojeto de transposição da Nova Diretiva dos Direitos dos Acionistas*”, in *Revista Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, vol. I (2019), n.º 1, pp. 91-106

SANCHES, João; LOURENÇO, Belchior e AMORIM, Nuno, “Nota Técnica à Proposta de Lei n.º 12/XIV/1.<sup>a</sup> (GOV)”, 21 de fevereiro de 2020 [em linha] [consultada a 15-07-2020], disponível em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a566b786c5a793944543030764e554e505269394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c7a4e684e6a526b4f5442684c5467324e4451744e47566a4d5331694f4755334c5455354e54646a4d444e684e444933597935775a47593d&fich=3a64d90a-8644-4ec1-b8e7-5957c03a427c.pdf&Inline=true>

SANCHEZ-MARIN, Gregorio, LOZANO-REINA, Gabriel, BAIXAULI-SOLER, J. Samuel, LUCAZ-PEREZ, Maria Encarnación, “*Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment*”, in *Business Research Quarterly* (2017), [em linha] consultado em <http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2017.07.001> a [16-06-2020](http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2017.07.001)

SANTOS, Filipa Ferro dos, “*Importância da informação no mercado de capitais*”, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano X (2018), n.º 2, ISSN 1647-1105 ISBN 978-010-02-1105-6, pp. 363-393

SAVVA, Rafael – “*Shareholder power as an accountability mechanism: the 2017 shareholder rights directive and the challenges towards enhancing shareholder rights*” [em linha] [consultado a 17-09-2019] disponível em HeinOnline

SILVA, Carlos Daniel Pereira da – *Remuneração dos Administradores executivos das sociedades anónimas (componentes e divulgação)*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2010

SILVA, Paulo Pereira “*Comissão de Remunerações, Compensação dos gestores e desempenho das empresas*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, agosto 2009, pp. 72-91

SIMÃO, Jorge André Carita – “*A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*” in *Revista de Direito das Sociedades*, ano II (2010), n.º 3/4, ISSN 1647-1105 pp. 795-820

Sustainalytics -, “*Shareholder Rights Directive II gets transposed into local legislation - a look at say on pay*”, [em linha] [consultado a 06-09-2019] disponível em <https://www.sustainalytics.com/esg-blog/shareholder-rights-directive-ii-directorremuneration/>

VÁZQUEZ, José Carlos González “*Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre «say on pay» y «pay ratio rule» a luz de la Directiva (UE) 2017/828*” in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 58, janeiro-abril 2020, Editorial Arazandi, SAU, ISSN 1134-7686 pp. 21-52

VENTURA, Raúl - *Sociedades por Quotas-Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. II e III, Almedina, Coimbra, 1991, ISBN 972-40-0611-5

TOMIC, Ana Lucia; ZUNIC, Marko e VULETIC, Suzana Audic, “*Upcoming challenges on regulating remuneration of the directors and implementing remuneration policies*” [em linha], [consultado no dia 17-09-2019], disponível em HeinOnline

WUTH, Natalia, “*More Say on Pay – Shareholder Rights and Remedies in Respect of Excessive Director Remuneration*”, [em linha] [consultado a 06-01-2020] *Canberra Law Review*, 12, n.º 1, 2014, pp. 30-55

XAVIER, Vasco da Gama Lobo “*Anulação de deliberação social e deliberações conexas*”, Atlântida Editora, Coimbra, 1976

## Jurisprudência

- Acórdão do STJ de 15/06/1978
- Acórdão do STJ de 23/09/2002
- Acórdão do STJ de 15/03/2007
- Acórdão do TRL de 26/05/2009
- Acórdão do TRP de 16/05/2017
- Acórdão do STJ de 22/07/2017
- Acórdão do STJ de 07/11/2017

## Notícias consultadas *online*:

- <https://www.dn.pt/edicao-do-dia/09-abr-2019/ceo-de-cotadas-na-bolsa-ganham-52-vezes-mais-do-que-trabalhadores-10775252.html> (notícia do Diário de Notícias, de 9 de abril de 2019, consultada a 29-09-2020);
- <https://eco.sapo.pt/2017/05/02/gestores-das-cotadas-ganham-ate-cem-vezes-mais-que-os-trabalhadores/> (notícia do jornal *online* ECO, de 2 de maio de 2017, consultada a 29-09-2020);
- <https://tvi24.iol.pt/economia/salarios/patroes-ganham-347-vezes-mais-do-que-trabalhadores-nos-eua> (notícia da TVI24, de 9 de maio de 2017, consultada a 29-09-2020)
- <https://www.dinheirovivo.pt/empresas/jeronimo-martins-com-maior-disparidade-salarial-mexia-e-o-gestor-mais-bem-pago-deco/> (notícia do jornal *online* Dinheiro Vivo, de 20 de junho de 2017, consultada a 29-09-2020);
- [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/08/27/companias/1566902385\\_368166.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/08/27/companias/1566902385_368166.html) (notícia do separador “CincoDías” do jornal El País, de 27 de agosto de 2019)
- [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/10/09/legal/1570604695\\_211268.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/10/09/legal/1570604695_211268.html) (notícia do separador “CincoDías” do jornal El País, de 9 de outubro de 2019)

## Comunicações, Regulamentos, Recomendações e Diretivas da UE,

Todos consultados em: <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=pt>:



- Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu “*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia - Uma estratégia para o futuro*” (COM (2003) 284 final), publicada a 21-05-2003)
- Recomendação da Comissão 2004/913/CE, de 14 de dezembro de 2004, relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas, publicada no JOUE L 385/55, a 29 de dezembro de 2004
- Recomendação da Comissão 2005/162/CE, de 15 de fevereiro de 2005, sobre o papel dos administradores não-executivos ou membros do conselho de supervisão e os comités do conselho de administração ou de supervisão
- Recomendação da Comissão 2009/385/CE que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas, (publicada no JOUE L 120/28 de 15-05-2009)
- Comunicação da Comissão que acompanha a Recomendação da Comissão que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas (30.4.2009 COM (2009) 211 final)
- Recomendação da Comissão de 30 de abril de 2009 relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros (2009/384/CE) (publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 120/22 a 15-05-2009)
- Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007 relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas (publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 184/17 a 14/07/2007)
- Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013 relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho (publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 182/19 a 29.6.2013)
- “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: “*Plano de ação: Direito das*

*sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas”* (COM/2012/0740) de 12 de dezembro de 2012

- Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (Regulamento Geral da Proteção de Dados) (JO L 119 de 4.5.2016)
- Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 132/1 a 20-05-2017)
- Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 da Comissão, de 3 de setembro de 2018, que estabelece requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas (publicado no JOUE L 223/1, de 04-09-2018)

#### **Legislação, Regulamentos e Recomendações nacionais:**

- Código das Sociedades Comerciais
- Código dos Valores Mobiliários
- Lei n.º 28/2009, de 19 de junho
- Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que transpõe a Diretiva (UE) n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo, altera o Código dos Valores Mobiliários, o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo e o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, e revoga a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho (Diário da República n.º 165/2020, Série I de 2020-08-25)
- Código de Governo das Sociedades da CMVM, de 2013
- Código de *Corporate Governance* do IPCG, de 2018

- Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013), [em linha] , disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf>
- “Recomendações da CMVM aos Emitentes de Valores Mobiliários sobre a adoção de princípios de sustentabilidade na informação financeira, e nas políticas de dividendos, remunerações e resiliência operacional” de 14 de abril de 2020, consultadas em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/20200414b.aspx?v=>
- Reunião Plenária da Assembleia da República, de dia 12 de março de 2020 (Diário da Assembleia da República, I série, n.º 39, pp. 31 e ss.)