

“SAY ON PAY”: O DEVER DE APRECIACÃO DA POLÍTICA REMUNERATÓRIA PELA ASSEMBLEIA GERAL

Paulo Câmara*

ABSTRACT: In the generous flow of recent legislation arising in response to the crisis, an area garnering increased attention is the reform of remuneration policies. As it is commonly recognised, the general concern is to ensure that the level and structure of remuneration is consistent with the long-term performance of the company, and that the remuneration of directors aligns interests of directors and shareholders. It is also desirable that rewards for managerial failure are, to the extent possible, avoided. These are global concerns that were reinforced during the crisis, although generally in Portugal remuneration packages are more modest than in other comparable European countries. Nevertheless, according to the widespread Zeitgeist, it was felt as important that a reform be adopted in Portugal to address such a highly visible corporate governance topic. A mandatory say-on-pay rule was the result, covering all members in supervisory and managing board roles in all public interest entities. This comprises a board range of firms – namely financial firms, listed firms, venture capital funds and pension funds. This article discusses critically the new Portuguese Say on Pay and analysis its possible implications.

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. Fundamento da regra ante a diversidade de modelos de governo. 3. O dever de apresentação de declaração sobre política de remunerações: fonte e âmbito. 4. A competência para apresentação da declaração sobre política de remunerações. 5. Conteúdo e natureza da declaração sobre política de remunerações. 6. Divulgação das remunerações.

* Docente universitário (Instituto dos Valores Mobiliários, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa e Instituto Superior de Economia e Gestão) e Advogado (Sérvulo & Associados – Sociedade de Advogados).

1. INTRODUÇÃO

I – Em Portugal, uma lei recente – a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho – veio impor um dever de apresentação à assembleia geral de uma declaração sobre política de remuneração (“*say on pay*”) dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização de entidades de interesse público.

Em complemento desta, assistiu-se à publicação de diversos regulamentos sectoriais relevantes – por ordem de aprovação, o Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, o Aviso n.º 1/2010 do Banco de Portugal e a Norma Regulamentar n.º 5/2010-R do Instituto de Seguros de Portugal¹ – dirigidos respectivamente às sociedades cotadas, às instituições de crédito e sociedades financeiras gestoras discricionárias de activos² e às empresas de seguros e de resseguros e sociedades gestoras de fundos de pensões.

Embora assumam contornos próprios, a nossa Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, filia-se numa tendência que se inaugurou no Direito inglês, nas secções 420–422 do *Companies Act* de 2006, e que tem vindo a conhecer seguidores noutras jurisdições, embora com matizes diversas entre si, nomeadamente na Alemanha, através das alterações à *Aktiengesetz* promovidas pela *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung – VorstAG* –, de 31 de Julho de 2009³, e nos Estados Unidos, designadamente por via do *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009⁴.

Estes sinais de alguma convergência internacional são contrastantes com a circunstância de o balanço efectuado sobre este esquema ser pelo menos dúbio no ordenamento onde foi criado. No sistema jurídico inglês, o *say on pay* não logrou impedir o aumento dos níveis remuneratórios, sendo raras – e

1 Complementadas, por seu turno, com um catálogo de recomendações em matéria remuneratória constante da nova versão do Código de Governo das Sociedades da CMVM, da Carta Circular n.º 2/10/DSBDR do Banco de Portugal e da Circular n.º 6/2010 do ISP.

2 A delimitação do âmbito de aplicação do Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2010 encontra-se estabelecida, através da combinação de duas técnicas. Opera, em primeiro lugar, um *critério positivo*, segundo o qual estão sujeitas a estas regras as instituições de crédito, as sociedades financeiras e sucursais de instituições de crédito e sociedades financeiras com sede em países terceiros. Este é complementado através de um *critério negativo*, segundo o qual se excluem as instituições que não exerçam a actividade de recepção de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, para utilização por conta própria, ou a actividade de gestão discricionária de carteiras de instrumentos financeiros por conta de clientes.

3 Na Alemanha, porém, o voto assemblear reveste natureza facultativa. Cfr. Hoffmann-Becking & Krieger, 2009: 26-38.

4 Refira-se designadamente a Secção 111 e (1) do *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009. À data em que escrevíamos, permanecia em apreciação o *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2009, que alarga substancialmente o âmbito de prescrições sobre *say on pay* (secção 2002).

predominantemente concentradas em empresas de pequeno porte – as oposições accionistas às arquitecturas remuneratórias submetidas a escrutínio⁵.

Como motor da difusão internacional de soluções jurídicas próximas da britânica não será alheio o facto de a crise financeira iniciada em 2007 ter revelado um número significativo de casos de remuneração avultada em empresas – designadamente instituições de crédito – em situação financeira precária (algumas das quais intervencionadas pelo Estado), relançando paralelamente a crítica em direcção a esquemas de incentivos indutores de risco excessivo ou baseados em indicadores de curto prazo⁶.

Também as Recomendações comunitárias emitidas pela Comissão Europeia em matéria de remuneração têm preconizado o voto accionista da política de remunerações, a título obrigatório ou facultativo⁷, por forma a dar aos accionistas a possibilidade de “*exprimirem eficazmente as suas opiniões com base em informação completa*”⁸. O texto comunitário centra atenções nos métodos remuneratórios que envolvam a atribuição de acções ou de direitos (v.g. de opção) sobre acções⁹. Mais recentemente, foi encorajado, ainda, o exercício activo dos direitos de voto por parte dos accionistas nessas matérias¹⁰.

II – Neste quadro, são certamente merecedores de atenção os exactos termos em que foi estabelecido o *say on pay* português. O presente texto parte de encontro a esse objectivo, iniciando-se por explicitar o fundamento da aprovação da política remuneratória pela assembleia geral, após o que procede à análise dos contornos do instituto no Direito português.

5 Gordon, 2009: 323-367. Cfr. ainda Cheffins & Thomas, 2001. Ferrarini, Moloney & Ungureanu (2009: 11) qualificam directamente o expediente de *say on pay* como “controverso”.

6 Para a competente análise jurídica, reenvia-se nomeadamente para Câmara (coord.), 2010. Os estudos empíricos disponíveis ainda denotam algum desencontro quanto à magnitude do relevo das remunerações como contributo causal da crise. Diferentes avaliações encontram-se, de um lado, em Bebchuk, Cohen & Spamann, 2009; e em Fahlenbrach & Stulz, 2009.

7 Tenha-se presente, porém, que o Relatório do *High Level Group of Company Law Experts* (2002) desaconselhava a imposição comunitária de um *say on pay* obrigatório.

8 Sétimo Considerando e arts. 4 e 6 da Recomendação 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004.

9 Lembre-se que, paralelamente, se encontram em discussão propostas europeias sobre política de remuneração de instituições de crédito e intermediários financeiros, que visam endurecer o regime destas instituições, no sentido da indução a políticas de remuneração adequadas. Cfr. a Proposta de Alteração da Directiva de Adequação de Capitais em consulta durante o Verão de 2009 e disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm#consultation.

10 Artigo 6 da Recomendação 2009/385/CE, de 30 de Abril de 2009.

2. FUNDAMENTO DO *SAY ON PAY* ANTE A DIVERSIDADE DE MODELOS DE GOVERNO

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

À margem destes traços comuns, subsistem diversos pontos em que é dissemelhante a resposta dada nos sistemas jurídicos que acolhem semelhante regra – designadamente quanto ao correspondente âmbito, órgão proponente, obrigatoriedade e efeitos jurídicos ligados ao voto accionista.

Se este quadro já dificultaria, por si, a detecção de um fundamento unívoco do *say on pay*, tal exercício resulta redobradamente árduo em virtude da pluralidade de enquadramentos de governação quanto ao processo decisório ligado à fixação do *quantum* remuneratório.

Com efeito, detectam-se respostas sensivelmente divergentes, em sistemas jurídicos de referência, quanto à questão de saber qual o órgão ou corpo social com competências em matéria de remuneração dos administradores.

Um esforço de síntese leva a decantar quatro principais modelos, consoante tal competência assente em:

- administradores independentes não reunidos formalmente em comissão;
- comissões delegadas do conselho de administração;
- comissões delegadas do órgão de fiscalização ou no próprio órgão de fiscalização;
- comissões delegadas da assembleia geral ou na própria assembleia geral¹¹.

Cada um destes modelos é, a traço grosso, percorrido de seguida.

II – O intenso desenvolvimento da análise sobre as regras e as práticas do governo das sociedades tem sido acompanhado pelo crescente e generalizado reconhecimento do relevo do papel dos administradores não executivos nessa sede.

¹¹ O texto enuncia as principais tendências, em termos comparatísticos, do ponto de vista da resposta orgânica ao processo decisório em matéria retributiva. Frise-se existirem sistemas jurídicos que acolhem modelos mistos, como é caso do italiano, em que os estatutos ou a assembleia geral estabelecem a remuneração dos membros do órgão de administração em geral, ao passo que o conselho de administração fixa a remuneração dos membros da comissão executiva e dos administradores delegados (art. 2389 Cod. Civ. It.). Cfr. a propósito Capiello, 2005: 146-190.

Por detrás das comuns soluções legais ou recomendatórias sobre a existência de administradores não executivos, em particular, independentes, subjaz o entendimento de que estes podem cumprir uma tripla função: agilizar a gestão societária, libertando os administradores executivos para o *management* diário; trazer *know-how* em temas mais complexos que reclamam a intervenção de especialistas; e resolver mais facilmente assuntos que apresentem risco de ocorrência de conflitos de interesses. Entre as matérias que, nesse âmbito, os administradores independentes são tidos como aptos a apreciar inclui-se invariavelmente a remuneração dos administradores.

Os administradores independentes são chamados, nesse contexto, a dar o seu contributo isoladamente ou reunidos em comissões. A primeira fórmula, embora menos frequente, não deixa de ser utilizada¹².

III – Em termos comparatísticos, o modelo mais comum pressupõe a atribuição de competências a uma comissão, nomeada pelo órgão de administração, para lidar com assuntos relacionados com a remuneração dos seus titulares (*remuneration committees*)¹³.

Este modelo comporta, por seu turno, sub-modalidades importantes quanto à sua composição e às funções que lhe são assinaladas.

Quanto à primeira vertente, os membros destes *remuneration committees* são administradores, consoantes os mercados, maioritariamente ou exclusivamente independentes. Esta última é a opção tomada no Reino Unido¹⁴; nos Estados Unidos, é habitual a inclusão de membros exclusivamente independentes¹⁵; em França, por seu turno, considera-se ser suficiente a presença maioritária de membros independentes¹⁶.

Igualmente relevante é apontar que estas comissões em alguns sistemas jurídicos têm funções decisórias (é o caso do Reino Unido¹⁷), ao passo que

12 Ferrarini & Moloney, 2004: 301-305; recentemente actualizado através de Ferrarini, Moloney & Ungureanu, 2009.

13 Em geral: Hertig & McCahery, 2005: 17-18. Sobre a experiência norte-americana, e em termos críticos, alegando excessiva interferência do CEO: Bebchuk, Fried & Walker, 2002: 13-28; Jensen & Murphy, 2004.

14 Financial Reporting Council, 2006: B.2.1.

15 Esse é um dos deveres a ser imposto pelo *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2009. Sobre a prática antecedente: Bebchuk, Fried & Walker, 2002: 13-14.

16 Tal o que decorre do regime francês: cfr. AFEP/MEDEF, 2003: 13 e 15.1 e, a propósito, Hopt & Leyens, 2004: 17.

17 Financial Reporting Council, 2006: B.2.1.

outros países preferem atribuir-lhes competências para a apresentação de propostas em matéria de remuneração, a ser decididas a final pelo órgão de administração. Assim sucede em França¹⁸ e em Itália¹⁹.

IV – O modelo de governo dualista (*two-tier board system*), que combina a existência de um conselho de administração executivo e de um conselho geral e de supervisão²⁰, por norma confia neste órgão de fiscalização, ou em comissão composta por alguns dos seus titulares, a competência para a fixação da remuneração de administradores. Podem encontrar-se ilustrações desta arrumação organizativa na Alemanha e em Itália²¹.

Em Portugal, dada a intensa plasticidade deste modelo de governação, essa eventualidade é directamente prevista na lei, embora se admita igualmente que os estatutos designem como competente a assembleia geral ou comissão de vencimentos por esta nomeada (art. 429.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC)).

V – Em derradeiro lugar, autonomiza-se o modelo que pressupõe a atribuição de competências em matéria de remuneração dos administradores à assembleia geral ou a comissão por esta delegada.

À partida, trata-se de um modelo que se caracteriza por afastar os administradores da decisão sobre remunerações, dado o risco de parcialidade²², e que, nessa medida, se acomoda facilmente à intervenção de titulares de outros órgãos sociais ou de investidores institucionais no processo decisório referente à remuneração dos titulares do órgão de administração.

Pese embora esteja hoje relativamente isolado em termos comparatísticos²³, este é o modelo com raízes mais profundas no processo histórico de

18 AFEP/MEDEF, 2003: 15-3.

19 Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2006: 1.C.1. d).

20 Para desenvolvimentos: Câmara, 2008a: 110-119.

21 Cfr., na Alemanha, o Art. 4.2.2. do *Deutscher Corporate Governance Kodex* e, em Itália, o art. 2409-terdecies, n.º 1 a) Cod. Civ.

22 Winter, 2003; Maw et al., 1994: 17.

23 Em Espanha, o art. 130 da LSA exige adicionalmente que a remuneração conste dos estatutos – o que não sucede, reitere-se, no sistema jurídico português. Sobre a interpretação desta solução castelhana e em crítica ao seu tratamento jurisprudencial (no sentido da imposição de uma discriminação quantitativa da remuneração no pacto social), são incontornáveis os excelentes escritos de Paz-Ares, 2008: 15-88; Paz-Ares, 2009.

formação das sociedades anónimas²⁴. Adiantando uma apreciação deste modelo, dir-se-á que assenta na distinção entre a competência para gestão e a competência para o estabelecimento da remuneração; em contrapartida, pode implicar uma composição do órgão com um perfil menos técnico por não pressupor qualificações prévias aos respectivos titulares, salvo as respeitantes à recomendada independência²⁵.

VI – Este último é o sistema que vigora em Portugal no tocante ao modelo clássico e anglo-saxónico de governo. No sistema jurídico português, quanto à competência societária, rege o art. 399.º do Código das Sociedades Comerciais, segundo o qual compete à assembleia geral de accionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade (n.º 1). O mesmo preceito acrescenta que a remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade (n.º 2). Lembra-se, por fim, que aquela percentagem não pode incidir sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos accionistas (n.º 3).

Em relação ao modelo dualista, é competente o conselho geral e de supervisão ou comissão por este nomeada ou, nos casos em que o contrato de sociedade assim o determine, à assembleia geral ou a comissão por esta nomeada. No mais, o art. 429.º remete para o disposto no art. 399.º, ambos do CSC.

VIII – Na sua expressão mais ampla, as justificações oficiais para o *say on pay* assentam em que a promoção de maior controlo pelos accionistas do processo de fixação de remunerações possa atingir três desideratos principais:

- a. Promoção de troca de informação;
- b. Legitimação de escolhas quanto à remuneração;
- c. Indução às melhores práticas.

Cada uma destas finalidades é abaixo passada em revista.

24 Heckscher, 1935: 360-372; Den Heijer, 2002: 20-26; Gevurtz, 2004: 22-23; Mignoli, 1960: 639.

25 O texto enuncia uma característica tendencial, sendo certo que a recente permissão de designação de não-sócios (art. 399.º CSC) pode incrementar a especialização da comissão de vencimentos. Tudo depende, claro está, da composição que em concreto for estabelecida para esta comissão.

A finalidade informativa é simultaneamente a menos ambiciosa e a mais comum de ser atingida através da submissão da política remuneratória a uma discussão no colégio de accionistas. A concreta qualidade e quantidade de informação prestada depende do conteúdo da política de remuneração e de alguns elementos adjacentes, como a presença dos membros da comissão de remunerações na assembleia – o que é frequentemente recomendado – e da vigência de deveres de publicação das remunerações fixadas, a título global e individual²⁶.

Atrás arrolado em segundo lugar, o efeito legitimador pode explicar-se pelo escrutínio que é facultado aos titulares das participações sociais quanto a um aspecto que assume crescente relevo estratégico²⁷, seja na sua vertente positiva – ligada à maximização do desempenho da sociedade, através da captação e da fidelização dos gestores mais capazes e da sua justa retribuição –, seja na sua vertente negativa – associada à profilaxia dos “problemas de agência”²⁸ e aos riscos que podem emergir das técnicas de estruturação de incentivos²⁹. Estas vertentes devem ser tidas em conta conjuntamente e em proporções próximas, pecando por unilateralista qualquer análise que privilegie uma sobre a outra. É sabido que o Direito societário depõe em geral pela atribuição de competências aos accionistas em decisões ligadas à emissão de acções e à alienação de acções próprias; deste prisma, o *say on pay* exponencia essa influência a qualquer forma de prestação remuneratória.

Por último, quanto à terceira vertente assinalada, a aprovação da política remuneratória pode ser apta a favorecer melhores práticas no âmbito da remuneração. Os objectivos a visar são, aqui, os seguintes: procurar uma

26 É certamente válida, do ponto de vista da ampliação do material informativo disponível, a proposta de um depoimento explicativo da comissão de remunerações (*Compensation Discussion and Analysis Statement* (CD&A)), requerido no Regulamento da SEC S-K, 17 C.F.R. § 229.407 (2008). Em defesa desta peça: Gordon, 2006.

27 Nos Estados Unidos, a discussão doutrinária sobre a utilidade de uma intervenção legitimadora da assembleia geral no processo de fixação de remuneração concita alguma divisão. Para opiniões contrastantes, consulte-se, de um lado, Bebchuk & Fried, (2004: 212-213, propondo uma ampliação dos poderes da assembleia geral, de modo a poder interferir nas estruturas remuneratórias); de outro lado, em defesa da primazia dos administradores, Bainbridge, 2009: 225-235 e *passim*.

28 É volumosa a literatura jurídica que trata o tema da remuneração a partir do ângulo da teoria da agência. Entre muitos: Bebchuk & Fried, 2003; Bebchuk, Fried & Walker, 2002: 11-12 e *passim*; Hill & Yablom, 2002; Kraakman, Davies, Hansmann, Hertig, Hopt, Kanda & Rock, 2004: 51-52, 67-68, 107.

29 As recentes regras norte-americanas, impostas pela SEC, de prestação de informação, colocam precisamente o enfoque na informação sobre os riscos que podem advir para as empresas em decorrência de práticas remuneratórias. Cfr. Release da SEC n. 33-9089, a vigorar a partir de Fevereiro de 2010, disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>.

maior adequação entre remuneração e o desempenho (*pay for performance*), de modo a captar e a fidelizar os gestores talentosos; evitar remunerações que provoquem uma excessiva erosão do património societário, desproporcionada em relação aos fundos próprios disponíveis; procurar um alinhamento de interesses entre os administradores e os interesses de longo prazo da sociedade, através de uma estrutura de incentivos equilibrada. Não é, naturalmente, garantido que o *say on pay* salvaguarde o cumprimento de todos estes objectivos, ou sequer a maioria deles, mas em todo o caso é lícito supor que um voto informado nesta matéria possa servir de filtro impeditivo de algumas anomalias mais evidentes.

IX – Deve ser, todavia, relembrada a exposição antecedente quanto à diversidade de modelos de governo em torno das decisões ligadas à remuneração, para a partir daí inferir que a intensidade de finalidades do *say on pay* não é idêntica em todos os sistemas jurídicos em que este esquema vigora. Designadamente, parece irrecusável que o efeito legitimador do voto ligado à remuneração (a que se refere a alínea b)) é claramente menor nos sistemas jurídicos, como em Portugal, que atribuem à assembleia geral competência para fixar a remuneração.

O fundamento e o perfil funcional do *say on pay* encontram-se ainda dependentes da estrutura accionista típica vigente em cada momento histórico, em cada mercado societário do grau de activismo aí presente por parte dos investidores institucionais. O escrutínio accionista pode ser de enorme importância nas situações em que, mercê da fragmentação da propriedade accionista, o risco de conflito de interesses entre accionistas e administradores seja particularmente crítico. Em contrapartida, tendencialmente assinala-se uma influência menor do voto accionista em sistemas societários com accionistas de referência (*block-holder systems*), que frequentemente logram estender a sua influência ao órgão de administração³⁰.

As aptidões funcionais do *say on pay*, por fim, estão relacionadas com o modo através do qual o instituto é regulado, designadamente no tocante ao âmbito do regime, à competência para apresentação da política de remunerações, à sua obrigatoriedade e aos efeitos jurídicos ligados ao voto accionista³¹.

³⁰ Ferrarini, Moloney & Ungureanu, 2009: 16-17.

³¹ Com diversa arrumação: Gordon, 2009: 337.

É a esta luz que abaixo se examina mais de perto a recente solução consagrada em Portugal.

3. O DEVER DE APRESENTAÇÃO DE DECLARAÇÃO SOBRE POLÍTICA DE REMUNERAÇÕES: FONTE E ÂMBITO

I – 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. O gesto legislativo, neste aspecto, é ainda contrário ao intuito de sistematização e ao desejável apuro formal das fontes de governo das sociedades.

Além disso, a fonte formal seleccionada pode ser enganadora, porquanto, quanto ao respectivo âmbito de aplicação, o diploma transcende o sistema financeiro – tocando também sociedades cotadas e empresas públicas de maior dimensão –, como de seguida se comprova.

II – O âmbito de aplicação deste regime do dever de apresentação de declaração sobre política remuneratória é bastante amplo. Aplica-se, desde já, a todas as entidades de interesse público. Esta é uma categoria delimitada pelo DL n.º 225/2008, de 20 de Novembro, em que se incluem as seguintes entidades:

- 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.

Além disso, estão ainda cobertas pelo *say on pay* português as sociedades financeiras e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões³².

III – Sendo embora uma solução maximalista, o âmbito legislativo do regime não atinge as entidades em relação de grupo com as mencionadas directamente pela lei. Assim, queda-se de fora do diploma o caso das remunerações complementares pagas por outras sociedades do grupo, de tipo diferente das listadas no art. 2.º, n.º 2 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, em que o administrador também preste funções.

Todavia, esta opção legislativa foi já contrariada por via regulamentar no tocante às sociedades cotadas, às instituições de crédito, às sociedades financeiras gestoras de activos e às empresas de seguros e de resseguros e sociedades gestoras de fundos de pensões, que forcem a divulgação de informação sobre remuneração paga por outras sociedades em relação de domínio ou de grupo³³. Naturalmente, esta extensão regulamentar do âmbito subjectivo de aplicação do regime legislativo coloca dúvidas de monta do ponto de vista da respectiva legalidade, que não são aqui apreciadas.

IV – A tónica maximalista do regime português revela-se ainda no facto de estarem cobertos, não apenas os membros de órgãos de administração, mas também os membros de órgãos de fiscalização. As severas limitações legais na conformação da prestação remuneratória dos membros dos órgãos de fiscalização – a qual deve invariavelmente consistir numa quantia fixa³⁴ – levam

32 Art. 2.º, n.º 2 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho.

33 Cfr., respectivamente o art. 3.º c) do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, o art. 2.º, n.º 2 l) do Aviso n.º 1/2010 do Banco de Portugal e o art. 2.º, n.º 2 l) da Norma Regulamentar n.º 5/2010-R do Instituto de Seguros de Portugal.

34 Esta regra é aplicável a todos os modelos de governo: cfr. art. 422.º-A, 423.º-D e 440.º, n.º 3 CSC.

a que a extensão do *say on pay* em relação a estes actores societários seja, em larga medida, destituída de sentido.

Em todo o caso, em termos legislativos não se obriga que o documento sobre política remuneratória incida sobre os directores de topo (v.g. director financeiro e director comercial) ou sobre outros elementos do *staff* societário, tal como o secretário da sociedade.

Porém, também aqui o desenvolvimento regulamentar foi mais além do que consta do quadro legislativo. No tocante ao sistema financeiro – às instituições de crédito, às sociedades financeiras gestoras de activos, e às empresas de seguros e de resseguros e sociedades gestoras de fundos de pensões – os textos regulamentares exorbitaram o núcleo de aplicação da Lei n.º 28/2009 ao acrescentar, de outro lado, os colaboradores que auferem remuneração variável e exercem a sua actividade profissional no âmbito de funções de controlo *ou* de outra que possa ter impacto material no perfil de risco da instituição³⁵. A fórmula disjuntiva, atrás transcrita, é acrescentada pelos textos regulamentares nacionais. Trata-se de uma opção passível de crítica. A Recomendação comunitária n.º 2009/384/CE apenas se aplica aos colaboradores cuja actividade profissional tenha impacto material sobre o perfil de risco da instituição financeira³⁶. Neste ponto, não se vislumbra motivo algum para uma divergência em relação ao texto comunitário. Em homenagem ao princípio de proporcionalidade, deveriam quedar-se fora do âmbito das Recomendações os colaboradores que exercem a sua actividade profissional no âmbito de funções de controlo *sem, todavia, que a sua actividade tenha* impacto material no perfil de risco da instituição – pense-se, por ex., em funcionários administrativos e técnicos juniores.

V – Além disso, as Recomendações sobre política de remunerações preconizam um envolvimento de pessoas integradas nas funções de controlo na correspondente definição. Este é porém um dos pontos em que os normativos do Banco de Portugal mais interferem – sem que para isso se vislumbre habilitação legal bastante – com o regime *jus-societário* vigente entre nós. Desde logo, releva a circunstância decisiva de, à luz do sistema societário português, não existir qualquer competência societária assinalada às funções de controlo.

35 Cfr. o art. 1.º, n.º 2 do Aviso n.º 1/2010 do Banco de Portugal e o art. 1.º, n.º 2 da Norma Regulamentar n.º 5/2010-R do Instituto de Seguros de Portugal.

36 Recomendação n.º 2009/384/CE, de 30 de Abril de 2009, 1.2.

São meros serviços auxiliares do cumprimento das tarefas de gestão, coordenadas pelo órgão de administração (art. 406.º CSC), embora também vigiados pelo órgão de fiscalização (420.º, n.º 1 *i*), 423.º-F, n.º 1 *i*) e 441.º, n.º 1 *i*) CSC)³⁷. Identicamente, as regras financeiras determinam que as funções de controlo servem de apoio, não podendo assumir natureza decisória. Estatui claramente o art. 305.º-D CVM *que sem prejuízo das funções do órgão de fiscalização, os titulares do órgão de administração do intermediário financeiro são responsáveis por garantir o cumprimento dos deveres previstos no Código*³⁸. Não se esqueça, ainda, que o alargamento do âmbito subjectivo de aplicação da política remuneratória às funções de controlo leva a que estas passem a ficar limitadas na sua apreciação no tema da remuneração – ou, no limite, impedidas, havendo conflito de interesses³⁹. Por fim, não pode permitir-se que uma recomendação dilua as competências da comissão de remunerações, que entre nós goza de legitimidade societária reforçada, ao ser directamente designada pela assembleia geral (art. 399.º CSC)⁴⁰.

Além de uma hipertrofia das funções de controlo interno contrariar os dados do sistema societário, que ligam a matéria remuneratória ao exercício dos direitos accionistas (art. 399.º CSC), a assimilação entre o tema das recomendações sobre política de remunerações e do controlo interno mostra-se inteiramente desajustada. Em causa está um tema estratégico ligado à política de desenvolvimento da sociedade, e não uma questão de *compliance*, pelo que não se vislumbra qual a racionalidade do envolvimento das estruturas de controlo interno na definição da política remuneratória de uma instituição financeira. Já assim não será, naturalmente, no reconhecimento a estas estruturas de atribuições relacionadas com a monitorização do cumprimento das políticas remuneratórias previamente definidas pelos órgãos legalmente competentes.

VI – Importa ter presente que a lei estabelece um verdadeiro e próprio dever de apresentação de documento sobre política de remunerações, em sentido técnico. Este dever, aliás, é reforçado através de um severo sistema

37 Câmara, 2008b.

38 Cfr. igualmente os arts. 305.º-A a 305.º-C CVM.

39 Em geral: Câmara, 2010.

40 Cfr. *supra*, 2.1. Relevante, sobre este tópico: Gião, 2010: 268-291, que certamente constata que no tema remuneratório *as responsabilidades de muitos diluem as responsabilidades de todos* (286).

contra-ordenacional, fixado no art. 4.º do diploma em referência. O seu incumprimento desencadeará as consequências contra-ordenacionais previstas em cada diploma sectorial, consoante a natureza da sociedade em causa – Regime Geral bancário, Código dos Valores Mobiliários, Lei dos seguros ou Estatuto do Gestor Público. Embora a Lei n.º 28/2009 não o explicitamente, é de concluir que o mesmo regime de legitimidade para perseguição infraccionatória previsto naqueles diplomas se aplique também em relação ao incumprimento deste dever.

O estabelecimento de um dever de apresentação de documento sobre política de remunerações faz com que o Direito português, neste ponto, seja coincidente com as soluções em vigor na Suécia e na Holanda⁴¹. Cabe notar que o acolhimento da Recomendação comunitária n.º 2004/913/CE não obrigava a ir tão longe, já que admitia que os Estados Membros estipulassem a emissão de votos accionistas apenas quando solicitado por 25% dos votos presentes ou representados em assembleia⁴². Como ilustração, na Alemanha, o esquema foi concebido, não como um dever, mas como uma faculdade consignada à assembleia geral⁴³.

VII – Convém atentar no que, ao certo, é disposto no regime português a este propósito. A lei consagrou um *dever de apresentação* de uma declaração sobre política de remunerações e *não um dever de aprovação* da mesma.

Em lado algum na lei se esclarece que consequência terá um voto negativo relativamente à política de remunerações. Se tal suceder, mantém-se em vigor o regime remuneratório pré-vigente. Embora o órgão proponente possa ao longo do ano submeter outro texto à apreciação do colégio dos sócios, não pode concluir-se que este esteja de algum modo obrigado a fazê-lo. O órgão com competência decisória na fixação da remuneração, por seu turno, deve atender ao sentido da deliberação expressa pelos accionistas na assembleia geral. Tratando-se de uma comissão *delegada* da assembleia geral (art. 399.º e 429.º CSC), deve obediência aos termos ditados pelo órgão delegante.

Porém, mesmo nessa situação, as políticas de remuneração não concretizam escolhas em termos bipolares, sem que a rejeição de uma alternativa implique necessariamente, por dedução hermenêutica, a escolha da hipótese

41 Ferrarini, Moloney & Ungureanu, 2009: 39.

42 Artigo 4.º n.º 2 II da Recomendação 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004.

43 § 120 (4) AktG. Em geral, em tom crítico ao *say on pay* obrigatório, reenvia-se para Gordon, 2006: em especial 357-360.

contrária. Um voto negativo emitido em relação a uma declaração sobre política de remuneração não faculta, assim, por mera inferência lógica, a detecção da orientação remuneratória preferida pela assembleia geral. Por esse motivo, as mais das vezes será difícil retirar de um voto negativo um sentido juridicamente preciso e nesse sentido eficazmente condicionador da actuação daquele órgão com competência decisória.

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

VIII – Merece voltar a chamar atenção para o facto de o objecto do dever ser *uma declaração sobre a política de remunerações e não a política de remunerações em si mesma*. Elementos confidenciais relativamente à política de remunerações (que envolvam nomeadamente segredos comerciais ou industriais) podem, assim, ser expurgados de tal documento.

4. A COMPETÊNCIA PARA APRESENTAÇÃO DA DECLARAÇÃO SOBRE POLÍTICA DE REMUNERAÇÕES

I – A solução portuguesa quanto ao *say on pay* revelou-se surpreendente, ao prever que a autoria do documento sobre política de remuneração seja do órgão de administração *ou* da comissão de remuneração⁴⁴.

O estabelecimento de uma competência conjunta nesta matéria a dois órgãos cria uma potencial e indesejável concorrência entre o órgão de administração e a comissão de remunerações (que, recorde-se, em Portugal, repre-

44 Art. 2.º, n.º 1 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho. O contraste com o II.1.5.2. do Código do Governo das Sociedades é manifesto.

senta uma comissão delegada da assembleia geral ou do conselho geral e de supervisão⁴⁵). Não fica sequer impedido o aparecimento de um par de documentos com o mesmo objectivo – um proposto pelo conselho de administração e o outro pela comissão de remunerações –, o que pode ser causador de significativos embaraços, tensões e litígios na dinâmica societária. Mostra-se, por isso, mais conveniente que na prática a escolha do órgão proponente fique determinada através dos estatutos.

Além disso, a possibilidade de o órgão de administração elaborar tal documento sobre política remuneratória representa uma solução dissonante com a decorrente do Código das Sociedades Comerciais, atrás analisada⁴⁶, segundo a qual, no modelo clássico, cabe à assembleia geral ou a comissão por esta designada a fixação da remuneração dos administradores e com a vigente para o modelo de governo societário dualista, que supletivamente atribui tal competência 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 accionistas ou a uma comissão por esta nomeada.

II – O ponto essencial a reter é o de que esta recente intervenção legislativa deu causa (inadvertidamente ou não) a uma modificação do sistema de competências orgânicas em matéria da remuneração dos órgãos sociais. Embora no desenho originário do Código das Sociedades Comerciais, como instrumento preventivo de conflito de interesses, o órgão de administração tenha sido arredado da competência deliberativa na fixação da sua remuneração, a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, vem abrir a possibilidade de, em alternativa à comissão de remunerações, ser a administração a apresentar a declaração obrigatória sobre a política de remunerações, para aprovação pelo colégio de accionistas.

Crê-se que, para uma leitura correcta da articulação entre esta nova previsão legislativa e as competências estabelecidas no Código das Sociedades para a fixação de remunerações, de resto inalteradas, será necessário delimitar cuidadosamente o conteúdo da declaração sobre política de remunerações. A chave está no respeito pelo conteúdo da declaração da política de remunerações, a que adiante se fará referência⁴⁷.

45 Cfr. *supra*, 2. VI.

46 Cfr. *supra*, 2. VI.

47 Cfr. *infra*, 5.

III – Se for empregue uma noção rigorosa de política de remunerações, em última análise, pode até o órgão de administração estar bem posicionado para estabelecer os critérios de desempenho mais adequados e idóneos para a fixação ulterior da remuneração variável.

Deste ponto de vista, ultrapassada uma reacção inicial de perplexidade, dir-se-á que a nova disciplina, se for objecto de utilizações prudentes, não garante mas propicia uma sintonia mais afinada entre o *quantum* remuneratório e a avaliação do desempenho.

Na concreta conformação organizativo-funcional desta relação entre órgãos díspares em matéria remuneratória, a margem decisória confiada ao critério de cada sociedade é, em todo o caso, bastante dilatada. Futuras recomendações nacionais nesta matéria podem, neste quadro, contribuir para um adicional aprimoramento do sistema, nomeadamente se preconizarem, como à luz do art. 2.º, n.º 3 a) da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho parece adequado, que o órgão de administração confie um papel importante na execução desta tarefa aos administradores não-executivos, sobretudo se forem independentes.

Resta afirmar que não se levantam problemas aplicativos se a política de remunerações for apresentada pela comissão de remunerações, o que é admitido na Lei n.º 28/2009, porquanto tal solução condiz com a regra de competência deliberativa enunciada no Código das Sociedades Comerciais⁴⁸.

IV – Atento o exposto, cabe referir, por último, que os accionistas – ainda que maioritários – estão impedidos de submeter à votação da assembleia geral, autonomamente, uma política de remunerações. A declaração sobre política de remunerações constitui um documento indissociavelmente ligado a uma competência societária específica – a competência para fixar a prestação remuneratória. Além disso, as competências societárias no domínio remuneratório são objecto de normas legalmente típicas, que não comportam extensão por via regulamentar.

5. CONTEÚDO E NATUREZA DA DECLARAÇÃO SOBRE POLÍTICA DE REMUNERAÇÕES

I – Já antes se esclareceu que o objecto da deliberação da assembleia geral é uma declaração sobre a política de remunerações e não a política de remunerações

⁴⁸ Arts. 399.º e 429.º CSC.

em si mesma⁴⁹. Interessa, neste passo, fornecer elementos adicionais sobre o seu conteúdo e natureza.

A declaração sobre política de remunerações deve conter informação sobre: os mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade; os critérios de definição da componente variável da remuneração; a existência de planos de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização; a possibilidade de o pagamento da componente variável da remuneração, se existir, ter lugar, no todo ou em parte, após o apuramento das contas de exercício correspondentes a todo o mandato; os mecanismos de limitação da remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante do desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando esta seja expectável no exercício em curso⁵⁰.

Estas indicações informativas obrigam as sociedades a tomar posição sobre os temas elementares no âmbito remuneratório. A autonomia societária nas escolhas a perfilhar quanto à remuneração, porém, mantém-se intocada. Não há, por outras palavras, além da exigência informativa de completude, qualquer interferência material no conteúdo da declaração sobre política de remunerações.

II – A extensão de informação incluída neste documento serve de base para retirar conclusões quanto à respectiva natureza.

No seu todo, trata-se de uma lista mais contida do que a patente no ponto 3 da Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004.

A partir daqui, parece seguro entender que a política de remunerações se confina ao enunciado dos objectivos das prestações remuneratórias e à explicitação da sua estrutura, em particular na sua componente variável e na relação entre esta e o desempenho da gestão, sem contudo interferir na concreta fixação da prestação remuneratória.

49 Cfr. *supra*, 3. VI.

50 Art. 2.º, n.º 3 da Lei n.º 28/2009. No Verão de 2009, a CMVM colocou em discussão pública uma proposta de aditamento destas exigências informativas, à data ainda não convertido em texto regulamentar final.

III – Importa todavia ir mais longe, e procurar apurar a natureza da política de remunerações.

Em Direito, o conceito de *política (policy)* societária é polissémico. Por vezes aquela é entendida como um acervo descritivo de práticas e procedimentos auto-impostos para atingir um objectivo pré-determinado: assim sucede, *inter alia*, quanto à política de conflito de interesses⁵¹. Noutras ocasiões, a política condensa um conjunto de deveres jurídicos, contratualmente assumidos – é o que acontece com a política de investimentos no regime dos fundos de investimento ou com a política de execução nas melhores condições (*best execution*), no âmbito da disciplina das ordens de intermediação financeira⁵².

A política de remunerações, bem como a declaração que se lhe refira, assumem natureza diversa. Não se trata de um documento descritivo, embora possa também incluir uma componente retrospectiva, mas contém sobretudo um enunciado de intenções e de orientações, para aplicação futura.

Na Alemanha, tornou-se explícito que a deliberação accionista não é fundadora de direitos nem de obrigações⁵³. Crê-se que, neste preciso ponto, o mesmo regime vale, em substância, para o Direito português, que concebe o *say on pay*, como notado, como um instrumento de fomento de informação e de discussão entre accionistas, sem que sujeite a política remuneratória a uma aprovação necessária. Por esse motivo, também aqui a política de remunerações não assume natureza contratual, quedando-se os respectivos efeitos limitados à esfera interna da sociedade, ao balizar a concreta fixação da prestação remuneratória, pelo órgão competente.

6. DIVULGAÇÃO DAS REMUNERAÇÕES

I – O mesmo diploma em apreço determinou ainda, a todas as entidades de interesse público, um dever de divulgação pública anual do montante da remuneração.

51 Câmara, 2010.

52 Câmara, 2009: 430-432, 835.

53 Reenvia-se para o § 120 (4) AktG, que igualmente negou a impugnabilidade da deliberação accionista sobre política de remunerações. Próxima – embora mais extensa – é, a este propósito, a formulação do norte-americano *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2009, que reza o seguinte: *The shareholder vote shall not be binding on the issuer or the board of directors and shall not be construed as overruling a decision by such board, nor to create or imply any additional fiduciary duty by such board, nor shall such vote be construed to restrict or limit the ability of shareholders to make proposals for inclusion in such proxy materials related to executive compensation* (Secção 2002, 1. i)).

neração auferida pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, de forma agregada e individual⁵⁴.

Tal dever corresponde a um endurecimento normativo, por via injuntiva, e um sensível alargamento de âmbito de uma solução já indicada desde 2001, em termos recomendatórios, para as sociedades cotadas – mas que sob a forma recomendatória nunca logrou, nesse âmbito, um grau de acolhimento expressivo.

Nota-se, todavia, a falta de uma cláusula a delimitar as prestações que devem ser tidas em conta para efeito das exigências informativas, o que em si traria maior certeza jurídica na interpretação do texto legislativo.

II – Encontra-se ainda sujeita a divulgação a política de remunerações aprovada pela assembleia geral.

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

III – Embora enfraquecida pela ausência de uma norma legislativa definitiva do conceito de remuneração para este efeito relevante⁵⁵, a exigência de uma divulgação pública da política de remunerações, bem como da remuneração concretamente fixada, oferece um auxiliar poderoso para que a deliberação anual sobre o tema remuneratório seja mais esclarecida e informada.

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

54 Art. 3.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho. Além dos diversos pontos de contacto desta solução em outros ordenamentos jurídicos, importa registar a tendência, agora iniciada, de se estender as normas de prestação de informação sobre remuneração às sociedades admitidas à negociação em mercados não regulamentados, como é caso, no Reino Unido, das projectadas alterações às *AIM Rules* (AIM Notice n.º 35) colocadas à discussão pública em Dezembro de 2009. Cfr. <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimnotice35.pdf>.

55 Não constituiu boa opção a de ter procurado resolver o tema por via recomendatória, atenta a ausência de vinculatividade jurídica. Em referência estão os conceitos de remuneração constantes do art. 1.3 alíneas a) e b) da Circular n.º 2/2010 do Banco de Portugal e do art. 1.3 alíneas a) e b) da Circular n.º 6/2010 do Instituto de Seguros de Portugal.

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

Por fim, tais prescrições informativas emergem como um central elemento preventivo de abusos e de irregularidades, confirmando, de novo, a actualidade do célebre dito de LOUIS BRANDEIS: *Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*⁵⁶.

BIBLIOGRAFIA

AFEP/MEDEF,

2003 *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.*

BAINBRIDGE, Stephen

2009 *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford: Oxford University Press.

BEBCHUK, Lucian / COHEN, Alma & SPAMANN, Holger

2009 *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1513522>.

BEBCHUK, Lucian & FRIED, Jesse

2003 “Executive Compensation as an Agency Problem”, in *Journal of Economic Perspectives* (Summer 2003), disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=364220.

2004 *Pay Without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge / London: Harvard University Press.

BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse & WALKER, David

2002 *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, Harvard Law School, disponível em <http://ssrn.com/abstract=316590>.

BRANDEIS, Louis

1914 *Other People's Money and How Bankers Use It* (reimp. 1995), Boston/New York: Bedford Books.

⁵⁶ Brandeis, 1914: 89.

CÂMARA, Paulo

- 2008a “O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais”, in *O Código das Sociedades Comerciais e o Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina, pp. 110-119.
- 2008b “Auditoria Interna e Governo das Sociedades”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Paulo Pitta e Cunha*, no prelo.
- 2009 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina.
- 2010 *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro* (coord.), Coimbra: Almedina.

CAPIELLO, Stefano

- 2005 *La Remunerazione degli Amministratori. “Incentivi Azionari” e Creazione di Valore*, Milano: Giuffrè.

CHEFFINS, Brian & THOMAS, Randall

- 2001 *Should Shareholders have a Greater Say on Pay? Learning from the US Experience*, Vanderbilt University School of Law Research Paper 01-06 (2001).

DEN HEIJER, Henk

- 2002 *De VOC en de Beurs/The VOC and the Exchange*, Amsterdam.

FAHLENBRACH, Rüdiger & STULZ, René

- 2009 *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis* (2009), ECGI – Finance Working Paper n.º 256/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1439859>.

FERRARINI, Guido & MOLONEY, Niamh

- 2004 “Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives”, in Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus, Winter, Jaap & Wymeersch, Eddy, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford: Oxford University Press, pp. 332-337.

FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh & UNGUREANU, Maria-Cristina

- 2009 *Understanding Directors’ Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI Law Working Paper n.º 126/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1418463>.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL

- 2006 *Combined Code on Corporate Governance*.

GEVURTZ, Franklin

- 2004 *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, University of the Pacific – McGeorge School of Law, Hofstra Law Review, Vol. 33, pp. 88-173.

GIÃO, João Sousa

2010 *Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas*, in Câmara, Paulo (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra: Almedina, pp. 268-291.

GORDON, Jeffrey

2006 “Executive Compensation: If There’s a Problem, What’s the Remedy? The Case for ‘Compensation Discussion and Analysis’”, in *Journal of Corporation Law* (Summer 2006), <http://ssrn.com/abstract=686464>.

2009 “Say on Pay’: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In”, in *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 46, pp. 340-354.

HECKSCHER, Eli

1935 *The Mercantilism* (trad. inglesa de 1983 da versão alemã) 2 Vols., New York / London: Garland Publishing.

HERTIG, Gérard & McCahery, Joseph

2005 *On-Going Board Reforms: One-Size-Fits-All and Regulatory Capture*, ECGI Law Working Paper n.º 25/2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=676417>.

HILL, Jennifer & YABLON, Charles

2002 *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, Vanderbilt University Law School, disponível em <http://ssrn.com/abstract=375240>.

HOFFMANN-BECKING, Michael & KRIEGER, Gerd

2009 “Leitfaden zur Anwendung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandvergütung (VorstAG)”, in *NZG* 12.2009, pp. 26-38.

HOPT, Klaus & LEYENS, Patrick

2004 *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United States, France, and Italy*, ECGI Law Working Paper n.º 18.

JENSEN, Michael & MURPHY, Kevin

2004 *Remuneration: Where we’ve been, how to get there, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Working Paper n.º 44.

KRAAKMAN, Reinier, DAVIES, Paul, HANSMANN, Henry, HERTIG, Gérard, HOPT, Klaus, KANDA, Hideki & ROCK, Edward

2004 *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press.

MAW, Nigel *et al.*,

1994 *Maw on Corporate Governance*, Aldershot: Dartmouth.

MIGNOLI, Ariberto

1960 “Idee e problemi nell’evoluzione della ‘company’ inglese”, in *Rivista delle Società* (2008).

PAZ-ARES, Cándido

2008 “El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos”, in *InDret*, Vol. 1 (2008) e in *RMV* n.º 2 (2008), pp. 15-88.

2009 “Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)”, in *InDret*, Vol. 2 (2009), pp. 1-21.

WINTER, Stefan

2003 “Management- und Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Options – Lösung eines Problems oder zu lösendes Problem?” in Hommelhoff Peter, Hopt, Klaus & Werder, Axel V., *Handbuch Corporate Governance*, Köln: Verlag Dr Otto Schmidt.