

CONSIDERAÇÕES DE DIREITO COMPARADO SOBRE A PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NA DEFINIÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Marcia Carla Pereira Ribeiro *

Mariana Hofmann Fuckner **

Marcela Demeterco Ruaro ***

Sumário: 1. Introdução; 2. O *say on pay*; 2.1. O *say on pay* na perspectiva europeia; 2.2. O *say on pay* no direito francês; 2.3. O *say on pay* no direito português; 3. A participação dos acionistas na definição da remuneração dos administradores no Brasil; 4. Conclusão; Referências.

Resumo: Nos últimos anos, diversos ordenamentos jurídicos adequaram suas regras à necessidade de maior participação dos acionistas na definição da remuneração dos administradores das sociedades anônimas. O artigo se debruça sobre o *say on pay*, instrumento que concede aos acionistas o direito de se manifestar sobre a política de remuneração dos administradores e sobre o relatório de administração, que informa como os elementos do pacote de remuneração foram distribuídos entre os gestores.

* Doutora em Direito pela Universidade Federal do Paraná. Professora titular na Universidade Federal do Paraná e na Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Professora do PPGD na UFPR e na PUCPR.

** Mestranda em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Paraná.

*** Graduada em Gestão Financeira pela FAE-Centro Universitário. Graduada em Direito na Universidade Federal do Paraná. Coordenadora do Grupo de Pesquisa em Direito Societário Aplicado da Universidade Federal do Paraná.

Esse mecanismo foi analisado na perspectiva comunitária europeia, com destaque para a Diretiva UE nº. 2017/828, bem como especificamente no que tange ao direito francês e português, que o adotam de formas distintas. Essa análise, em comparação com a dinâmica da definição da remuneração dos administradores adotada no Brasil, permite que se extraia importante alternativa à excessiva rigidez do procedimento disposto no art. 152 da lei acionária, que impõe à assembleia o dever de definir, de antemão, o montante global da remuneração dos administradores.

Palavras-Chave: sociedades anônimas; administradores; remuneração; *say on pay*; acionistas.

Abstract: In recent years, several legal systems have adapted their rules to the need for greater participation by shareholders in defining the directors' compensation of corporations. The article focuses on *say on pay*, an instrument that grants shareholders the right to express their views on the directors' compensation policy and on the management report, which informs how the elements of the compensation package were distributed among directors. This mechanism was analyzed from a community perspective, with emphasis on EU Directive n. 2017/828, as well as specifically with regard to French and Portuguese law, which adopt it in different ways. This analysis, in comparison with the dynamics of defining the compensation of directors adopted in Brazil, allows the extraction of an important alternative to overcoming the procedure provided for in art. 152 of the Brazilian corporate law, which imposes on the assembly the duty to define the global amount of directors' compensation.

Keywords: corporation; directors; compensation; *say on pay*; shareholders.

1. INTRODUÇÃO



om a crise de 2008, a temática da remuneração dos administradores ganha a atenção de investidores e da opinião pública.¹ Causava irresignação, à época, o fato de que, apesar de envolvidos na derrocada do sistema financeiro global,² os administradores dos grandes bancos haviam percebido elevada remuneração.³⁻⁴ Isso foi considerado, por muitos, como um dos elementos responsáveis pela origem da crise.⁵

Constatou-se que, no ano anterior ao colapso do sistema financeiro, a remuneração dos administradores era concedida com base em indicadores de curto prazo.⁶ Recebiam quantias milionárias a título de bônus e de opções de compra de ações, não condicionados ao bom desempenho sustentável da companhia.⁷ Ao contrário, estimulava-se a criação de valor pela administração, ainda que artificialmente.⁸

Diante disso, verificou-se que a sistemática de remuneração não era capaz de alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, pois deixava de se preocupar com o

¹ DUQUE, Giovanna Rinnó. Remuneração dos administradores: as práticas de governança corporativa adotadas nos Estados Unidos e sua adequação à realidade brasileira. In: DE CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro. AZEVEDO, Luís André. HENRIQUES. Marcus de Freitas (Coords.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirki*, vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 407.

² LUCCA, Newton de. *Da ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 375-377.

³ DUQUE, Giovanna Rinnó. Remuneração dos administradores, op. cit., p. 407.

⁴ SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial. *Revista de Direito das Sociedades* II, nº. 3-4, p. 795-820, 2010, p. 804.

⁵ Idem.

⁶ Idem.

⁷ Ibidem, p. 408.

⁸ COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, sem página [ebook].

desenvolvimento a longo prazo da companhia.⁹

Tendo em vista que a remuneração dos dirigentes das sociedades foi reconhecida como cerne de diversas crises, afetando não somente o ambiente empresarial, mas chegando a abalar as bases do sistema econômico mundial,¹⁰ emergiu a tendência de criação de regras e de mecanismos de controle da remuneração, entre eles o maior envolvimento dos acionistas na decisão sobre os parâmetros de pagamento aos administradores.

Dado esse contexto, o artigo busca analisar os contornos conferidos à participação dos acionistas na definição da remuneração dos administradores no direito comparado, especialmente o francês e o português, buscando confrontá-lo com a sistemática adotada pelo direito brasileiro.

2. O *SAY ON PAY*

O *say on pay* caracteriza-se como o direito de a assembleia geral pronunciar-se, por voto, acerca da remuneração recebida pelos administradores da sociedade anônima. Esse conceito engloba todas as normas jurídicas que permitam, promovam ou obriguem que a política de remuneração seja submetida a voto ou manifestação da assembleia geral, com uma periodicidade pré-determinada (em regra, anual).¹¹⁻¹²

⁹ DUQUE, Giovanna Rinnó. Remuneração dos administradores, op. cit., p. 407.

¹⁰ BRANELLEC, Gurvan. LEE, Ji-Yong. Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le *say on pay*. *La revue du Financier*. p. 55. Disponível em: <https://larevuedufinancier.fr/pdf/extrait/198-3.pdf>.

¹¹ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*: O dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral. *Revista de Concorrência e Regulação*, nº. 2, p. 335-337, 2010, p. 338.

¹² Há outras definições, por exemplo, que o conceituam como instrumento de governança corporativa que confere aos acionistas o direito de se manifestar sobre aspectos da remuneração dos administradores (GOEX, Robert F. IMHOF, Frédéric. KUNZ, Alexis H. *The Enforcement of Say on Pay Votes and CEOs' Investment Incentives*. Mai./2014, p. 02. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1588682> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1588682>. No presente estudo, optou-se por limitar a definição do *say on pay* à manifestação a respeito da política de remuneração e/ou do

A fim de se assegurar que a definição da remuneração individual dos administradores respeite a política objeto da manifestação dos acionistas, a eles são conferidos direito de voto também no relatório de administração, que contempla as remunerações individuais e globais pagas pela sociedade.¹³ Esse direito de manifestação dos acionistas acaba, na prática, exigindo duplo voto da assembleia a respeito da remuneração: o primeiro destinado à aprovação da política de remuneração; o segundo voltado, mediante votação do relatório de administração, a garantir a eficácia da política de remuneração previamente aprovada.¹⁴

Entretanto, o *say on pay* não se confunde com a competência para fixar a remuneração dos administradores. Em alguns ordenamentos jurídicos (brasileiro e português, por exemplo), como se verá, a competência legal de definição da remuneração pertence aos acionistas, diretamente, por assembleia, ou indiretamente, mediante a nomeação de uma comissão destinada a esse fim. Em outros (como o francês), essa competência é dos próprios administradores. Em todos os casos, o *say on pay*, quando existente, volta-se à política de remuneração e/ou ao relatório da administração.

relatório de remuneração, diferenciando-o da competência para fixação da remuneração, para o fim de distinguir, com precisão, o ordenamento jurídico brasileiro do português, francês e comunitário acerca da matéria.

¹³ Considerandos nº. 31 da Diretiva UE nº. 2017/828.

¹⁴ Conforme se verá abaixo, esse relatório da administração (que contempla informações a respeito do valor pago, individual e coletivamente, aos membros dos órgãos de administração e/ou fiscalização, a depender do caso) consiste em um documento específico que pode) ou não estar inserido no âmbito da prestação de contas do exercício. Até porque, no conceito de contas do exercício, incluem-se o relatório da administração e as demonstrações financeiras: “Ambos têm por objetivo informar os acionistas sobre os resultados do exercício, distinguindo-se apenas na forma pela qual se transmite tal informação: em termos contábeis, no caso das demonstrações financeiras; em linguagem literal, em se tratando do relatório da administração. Assim, os 2 (dois) documentos, embora mencionados separadamente pela Lei das S/A, são, usualmente, apreciados em conjunto pelos acionistas ao tomarem as contas da administração” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, vol. II. 2ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 433).

Consiste, dessa forma, em instrumento adicional destinado a conferir transparência à definição da remuneração dos administradores. O termo significa “falar sobre a remuneração”¹⁵.

Ao *say on pay* comumente são atribuídas finalidades: a) morais, com o objetivo de diminuir remunerações consideradas inapropriadas; b) econômicas, ao incentivar os administradores a buscar melhores resultados financeiros para a sociedade, associando-os à sua remuneração; c) políticas, mediante o incremento da participação dos acionistas na companhia, de forma a melhorar a comunicação entre o conselho de administração e os titulares da participação social.¹⁶

Dentre os princípios que o pautam, possui especial relevância o *comply or explain*, segundo o qual a atuação dos administradores deve estar em conformidade com as recomendações de melhores práticas de governança corporativa, ou caberá a eles justificar, em relatório anual, a opção por não se adequar a essas regras.¹⁷ Utiliza-se o *comply or explain* para fiscalizar as práticas de *compliance* em relação às regras que não são vinculantes à sociedade, e as quais, portanto, a administração pode decidir seguir ou não.¹⁸

Em prol da adequação da conduta dos administradores a melhores padrões de governança, o Reino Unido foi pioneiro em adotar o *say on pay* em 2002. Posteriormente, diversos países da

¹⁵ DAIGRE, Jean-Jacques. La financiarisation du droit des sociétés. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris: Éditions Dalloz, 2018. p. 64.

¹⁶ KAYOUECH, Nadira. *L'introduction du vite de « say on pay » en France à la lumière des réformes britannique et américaine*. 2012/2013. Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain. 81. Mémoire d'Admission (Master 2 professionnel juriste d'affaires) – Magistère Juriste d'Affaires, Université Panthéon-Assas Paris 2, Paris, 2012/2013. p. 10. Disponível em: https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Lintroduction-du-vote-de-Say-on-Pay-en-France_Nadira-KAYOUECH_2013.pdf.

¹⁷ Idem, p. 33.

¹⁸ DAIGRE, Jean-Jacques. La financiarisation du droit des sociétés, op.cit., p. 65.

União Europeia seguiram a mesma tendência.¹⁹

Nos Estados Unidos, como resposta à crise, em 2009, foi editado o *The American Recovery and Reinvestment Act of 2009* (ARRA), que incluiu, no ordenamento norte-americano, o *say on pay*.²⁰ No direito norte-americano, esse instrumento possibilita a manifestação não vinculante dos acionistas, obrigando os administradores a prestar contas das escolhas feitas a título de remuneração e, ao mesmo tempo, a abrir espaço para conhecer as preocupações dos acionistas quanto à temática.²¹

Em 2011, por meio da alteração na Seção 240.14a-21 do CRF, a *Securities and Exchange Commission* passou a exigir que todas as companhias abertas adotassem o *say on pay*.²² Atualmente, segundo Duque, a discussão gira em torno da necessidade de que o voto dos administradores seja vinculante, impedindo a atribuição da remuneração nos termos apresentados se a assembleia geral não a aprovar.²³

2.1. O SAY ON PAY NA PERSPECTIVA EUROPEIA

No âmbito da Comissão Europeia, foram apresentadas três recomendações relevantes sobre a remuneração dos administradores das sociedades cotadas (cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em mercado regulamentado).²⁴

A primeira consistiu na Recomendação nº.

¹⁹ DEMERGUERIAN, Dominique. DELAPORTE, Camille. Vers un projet de loi d'introduction du *say on pay* en France. *Option Finance*, nº. 1217, p. 38-39, abr. 2013. p. 38. Disponível em: https://rmt.fr/wp-content/uploads/2016/09/Corporate_D_Dermerguerian_SayOnPay_2013-04-15@OptionFinance.pdf.

²⁰ DUQUE, Giovanna Rinnó. Remuneração dos administradores, op. cit., p. 409.

²¹ Idem.

²² Ibidem, p. 410.

²³ Idem.

²⁴ 2. Definições para efeitos da presente recomendação 2.1. «Administrador»: qualquer membro dos órgãos de administração, de direcção ou de supervisão de uma sociedade cotada. 2.2. «Sociedade cotada»: uma sociedade cujos valores mobiliários são admitidos à negociação num mercado regulamentado, na acepção da Directiva 2004/39/CE, num ou mais Estados-Membro.

2004/913/CE,²⁵ que orientava a divulgação de declaração relativa à política de remuneração da sociedade, seja como parte de um relatório autônomo a respeito das remunerações ou incluída nas contas anuais ou no anexo das contas (art. 3.1).²⁶ Essa declaração deveria descrever, de forma geral, a política de remuneração da sociedade (art. 3.2), incluindo os componentes da remuneração (art. 3.3.a),²⁷ os critérios que embasam o direito a ações, a opções sobre ações ou a componentes variáveis (art. 3.3.b),²⁸ o regime de pensões (art. 3.3.e),²⁹ o sistema de prêmios (3.3.d),³⁰ a duração dos contratos com os administradores (art. 3.4),³¹ a preparação e o processo de decisão de aplicação da política de remuneração (art. 3.5), etc.

A política de remuneração, bem como qualquer alteração relevante, deveria ser votada pela assembleia geral anual, em caráter consultivo ou vinculativo (art. 4.2),³² constando de um

²⁵ Disponível em: <https://op.europa.eu/pt/publication-detail/-/publication/4323a3b9-e3aa-4c3f-bb43-9391a2631867/language-pt>.

²⁶ 3.1. Cada sociedade cotada deve divulgar uma declaração relativa à política de remuneração da sociedade («declaração sobre as remunerações»). Esta declaração fará parte de um relatório autónomo sobre as remunerações ou será incluída nas contas anuais e relatório anual ou no anexo das contas anuais. A declaração sobre as remunerações deve igualmente ser publicada no sítio web da sociedade cotada.

²⁷ a) Explicação da importância relativa das componentes variáveis e fixas da remuneração dos administradores.

²⁸ b) Informação suficiente sobre os critérios de desempenho em que se baseia qualquer direito a ações, a opções sobre ações ou a componentes variáveis da remuneração.

²⁹ e) Uma descrição das principais características dos regimes complementares de pensões ou de reforma antecipada para os administradores.

³⁰ d) Os principais parâmetros e fundamentos de qualquer sistema de prêmios anuais e de quaisquer outros benefícios não pecuniários.

³¹ 3.4. A declaração sobre as remunerações deve igualmente resumir e explicar a política da sociedade cotada relativamente aos contratos dos administradores executivos. Ai se deve incluir, nomeadamente, informação sobre a duração dos contratos com os administradores executivos, os prazos de pré-aviso e os pormenores das disposições aplicáveis às indemnizações em caso de destituição e outros pagamentos ligados à cessação antecipada dos contratos com os administradores executivos.

³² 4.2. Sem prejuízo das competências e organização dos órgãos responsáveis pela fixação das remunerações dos administradores, a declaração sobre as remunerações deve ser submetida à votação da assembleia geral anual dos accionistas. Essa

ponto específico da ordem do dia (art. 4.1).³³

Caberia aos Estados-membros, portanto, decidir sobre a natureza da manifestação dos acionistas acerca da remuneração. Os Estados-membros, também, poderiam prever que a votação só seria realizada se pleiteada por, ao menos, 25% dos acionistas presentes à assembleia ou nela representados (art. 4.2).³⁴

A divulgação de informações contemplaria, inclusive, dados a respeito da remuneração específica, concedida individualmente a cada administrador (art. 5.1 e seguintes),³⁵ a ser realizada por meio das contas anuais da sociedade. Nessas contas, a administração deveria incluir relatório sobre a remuneração, contendo as principais informações acerca dos benefícios integrantes da remuneração (art. 5.2),³⁶ o montante total pago ao administrador (item 5.3, “a”),³⁷ a indenização paga a ex-administradores relativamente à cessação da função na sociedade (item 5.3, “e”)³⁸ e o número de opções sobre ações ou de ações

votação pode ter carácter vinculativo ou consultivo.

³³ 4.1. *Sem prejuízo do papel e organização dos órgãos relevantes responsáveis pela fixação das remunerações dos administradores, a política de remunerações ou qualquer alteração significativa a essa política deve constar de um ponto específico da ordem de trabalhos da assembleia geral anual.*

³⁴ *Contudo, os Estados-Membros podem prever que esta votação só se realizará caso seja requerida por accionistas que representem pelo menos 25 % do número total dos votos cujos titulares estejam presentes ou representados na assembleia geral. Esta disposição não prejudica o direito de os accionistas apresentarem uma proposta de resolução nos termos das disposições nacionais aplicáveis.*

³⁵ 5.1. *A remuneração total e outros benefícios concedidos individualmente aos administradores durante o exercício relevante devem ser divulgados em pormenor nas contas anuais ou no respectivo anexo ou, quando aplicável, no relatório sobre remunerações.*

³⁶ 5.2. *As contas anuais ou o respectivo anexo ou, quando aplicável, o relatório sobre remunerações devem incluir, pelo menos, a informação constante dos pontos 5.3 a 5.6 relativamente a cada pessoa que tenha exercido funções de administrador da sociedade cotada em qualquer momento do ano a que respeita o exercício em questão.*

³⁷ a) *O montante total dos salários pagos ou devidos ao administrador pelos serviços prestados durante o exercício em questão, incluindo, se for o caso, as senhas de presença fixadas pela assembleia geral anual dos acionistas.*

³⁸ e) *A indemnização paga ou devida a cada ex-administrador executivo relativamente à cessação das suas funções durante esse exercício.*

oferecidas ao administrador (item 5.4, “a”),³⁹ entre outras informações.

A segunda recomendação, nº. 2005/162/CE,⁴⁰ incluiu a criação de comitês de remuneração, formados preferencialmente por membros independentes, a fim de garantir que as decisões tomadas não fossem influenciadas por interesses dos administradores, conflitantes aos da sociedade,⁴¹ e para que se preservassem os interesses dos acionistas em matéria de remuneração (considerandos nº. 7).⁴²

A Comissão, posteriormente, adotou a Recomendação IP/09/673,⁴³ em decorrência da crise financeira de 2008, mediante a qual orientou sobre a necessidade de equilíbrio entre componentes fixos e variáveis da remuneração e entre critérios de desempenho de longo e de curto prazo, reforçando a importância da participação dos acionistas e dos investidores institucionais na assembleia geral que delibera sobre a remuneração, com o

³⁹ a) *O número de opções sobre ações oferecidas ou de ações atribuídas pela sociedade durante o exercício em questão e as suas condições de exercício.*

⁴⁰ Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005H0162&from=PT>.

⁴¹ SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial, op. cit., p. 816.

⁴² (7) *A presença de representantes independentes no conselho de administração, capazes de contestarem as decisões de gestão, é amplamente considerada como um meio para proteger os interesses de accionistas e outros interessados. Em sociedades com uma estrutura accionista dispersa, a principal preocupação consiste em saber como obrigar os gestores a prestar contas aos accionistas com pequenas participações. Em sociedades com accionism que detêm participações de controlo, trata-se principalmente de garantir que a sociedade seja gerida de uma forma que tome suficientemente em consideração os interesses dos accionistas minoritários. A garantia de uma protecção adequada de terceiros é relevante em ambos os casos. Qualquer que seja a estrutura formal do conselho de administração de uma sociedade, a função de gestão deve, portanto, ser subordinada a uma função de supervisão eficaz e suficientemente independente. A independência deve ser entendida como a ausência de qualquer conflito de interesses significativo; neste contexto, deve ser conferida uma atenção adequada em especial a quaisquer ameaças susceptíveis de decorrer do facto de um representante no conselho de administração ter ligações estreitas com um con-corrente da sociedade.*

⁴³ Disponível em: https://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm.

exercício do voto na matéria pelos titulares desse direito.

Por fim, em 2017, o Parlamento e o Conselho Europeus apresentaram a Diretiva UE nº. 2017/828, dirigida às sociedades que negociam valores mobiliários em mercados regulamentados, que reconheceu a importância de possibilitar a manifestação dos acionistas sobre a política de remuneração (considerando nº. 28 e art. 9º-A, 1),⁴⁴⁻⁴⁵ recomendando que a eles seja atribuído o direito de proceder a uma votação de caráter vinculativo, de modo que a remuneração dos administradores deve se dar nos termos do relatório aprovado pela assembleia (art. 9º-A, 2).⁴⁶

Apesar disso, autoriza-se que o Estado-membro preveja um *say on pay* consultivo (art. 9º-A, 3). Nesse caso, as sociedades só estão autorizadas a remunerar conforme a política de remuneração submetida à votação na assembleia; se rejeitada a proposta, outra deve ser levada à deliberação na assembleia seguinte.⁴⁷

⁴⁴ (28) *Os administradores contribuem para o sucesso da sociedade a longo prazo. A forma e a estrutura da remuneração dos administradores são matéria, essencialmente, da competência da sociedade, dos conselhos da sociedade, dos acionistas e, se aplicável, dos representantes dos trabalhadores. Por conseguinte, 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. Visto que a remuneração é um dos principais instrumentos de que as sociedades dispõem para harmonizar os seus interesses com os dos seus administradores, e tendo em conta o papel crucial dos administradores nas sociedades, é importante que a política de remuneração das sociedades seja definida de forma adequada pelos órgãos competentes das sociedades e que os acionistas tenham a possibilidade de expressar a sua opinião sobre a política de remuneração da sociedade.*

⁴⁵ 1. *Os Estados-Membros devem assegurar que as sociedades estabeleçam uma política de remuneração dos administradores, e que os acionistas tenham o direito de votar sobre a política de remuneração na assembleia-geral.*

⁴⁶ 2. *Os Estados-Membros devem assegurar que a votação dos acionistas na assembleia-geral sobre a política de remuneração seja vinculativa. As sociedades só devem remunerar os seus administradores em conformidade com uma política de remuneração aprovada pelos acionistas em assembleia-geral.*

⁴⁷ 3. *No entanto, os Estados-Membros podem prever que a votação sobre a política de remuneração na assembleia-geral tenha caráter consultivo. Nesse caso, as sociedades só podem remunerar os seus administradores em conformidade com uma*

Outra novidade consistiu na previsão de consequências expressas para a não aprovação da política de remuneração pela assembleia. Se existente política já aprovada, a sociedade deve continuar a remunerar seus administradores de acordo com essa política; se inexistente, deve seguir as práticas vigentes na sociedade. Nos dois casos, a administração está obrigada a apresentar uma política revista na assembleia-geral seguinte à rejeição da proposta (art. 9º-A, 2).⁴⁸

A política de remuneração deve ser submetida à assembleia a cada alteração relevante e, em qualquer caso, pelo menos de quatro em quatro anos (art. 9º-A, 5),⁴⁹ contemplando informações sobre os diferentes componentes da remuneração, os critérios para fixação da remuneração variável, acaso existente (incluindo critérios não financeiros, como relacionados à responsabilidade social), o processo decisório para a definição da remuneração, entre outras (art. art. 9º-A, 6).⁵⁰

Além disso, a sociedade deve ser obrigada, pelos Estados-membros, a elaborar um relatório sobre as remunerações dos administradores, pagas conforme a política de remuneração

política de remuneração que tenha sido submetida a tal votação na assembleia-geral. Caso a assembleia-geral rejeite a política de remuneração proposta, a sociedade deve submeter à votação uma política revista na assembleia-geral seguinte.

⁴⁸ *Caso não tenha sido aprovada uma política de remuneração e a assembleia-geral não aprove a política proposta, a sociedade pode continuar a remunerar os seus administradores em conformidade com as práticas existentes e deve apresentar uma política revista, para aprovação, na assembleia-geral seguinte. Caso exista uma política de remuneração aprovada e a assembleia-geral não aprove a nova política proposta, a sociedade deve continuar a remunerar os seus administradores em conformidade com a política aprovada existente e apresentar uma política revista, para aprovação, na assembleia-geral seguinte.*

⁴⁹ *5. Os Estados-Membros devem assegurar que as sociedades submetam a política de remuneração à votação da assembleia-geral a cada alteração relevante e, em qualquer caso, pelo menos de quatro em quatro anos.*

⁵⁰ *6. 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. A política de remuneração deve ser clara e compreensível e deve descrever os diferentes componentes da remuneração fixa e variável, nomeadamente todos os bônus e outros benefícios, independentemente da sua forma, que podem ser atribuídos aos administradores, e indicar a respetiva proporção.*

acima descrita (art. 9º-B, 1).⁵¹ Esse relatório deve ser objeto de manifestação consultiva por parte da assembleia geral anual; no relatório seguinte, a sociedade deve explicar como a votação dos acionistas foi considerada pela administração (art. 9º-B, 4).⁵²

Para as pequenas e médias empresas, a alternativa conferida pela Diretiva é a discussão do relatório em assembleia (ao invés de votação), persistindo a obrigação de que a sociedade explique, no relatório seguinte, a incorporação das considerações dos acionistas (art. 9º-B, 4).⁵³

Com amparo na Diretiva europeia, os países europeus adotaram o *say on pay* em regimes diversos, conforme se passa a expor relativamente ao direito francês e ao direito português.

2.2. O SAY ON PAY NO DIREITO FRANCÊS

Até o ano de 2013, a regra vigente no direito francês era a de que o Conselho de Administração possuía competência exclusiva na determinação de todo o tipo de remuneração dos administradores, conforme as condições previstas no artigo L. 225-37-2 do *Code de Commerce*.⁵⁴ As decisões relativas à

⁵¹ 1. Os Estados-Membros devem assegurar que a sociedade elabore um relatório sobre as remunerações claro e compreensível, que proporcione uma visão abrangente das remunerações, incluindo todos os benefícios, independentemente da sua forma, atribuídas ou devidas durante o último exercício a cada administrador, incluindo os administradores recentemente recrutados e os antigos administradores, em conformidade com a política de remuneração referida no artigo 9.o-A.

⁵² 4. Os Estados-Membros devem assegurar que a assembleia-geral anual tenha o direito de proceder a uma votação com caráter consultivo do relatório sobre as remunerações do exercício mais recente. A sociedade deve explicar, no relatório seguinte sobre as remunerações, a forma como a votação da assembleia-geral foi tida em conta.

⁵³ No entanto, no caso das pequenas e médias empresas, na aceção do artigo 3.o, n.os 2 e 3, respetivamente, da Diretiva 2013/34/UE, os Estados-Membros podem prever que, em alternativa a uma votação, o relatório sobre as remunerações do exercício mais recente seja apresentado para discussão na assembleia-geral como um dos pontos da ordem de trabalhos. A sociedade deve explicar, no relatório seguinte sobre as remunerações, a forma como a discussão da assembleia-geral foi tida em conta.

⁵⁴ I.-Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché

remuneração eram tomadas pelo Conselho de forma soberana e sem necessidade de divulgação.⁵⁵

Contudo, frente aos abusos na fixação de remunerações absurdas, a França decidiu seguir a tendência europeia já existente de adotar o mecanismo do *say on pay* nas sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa, disponibilizando aos acionistas um instrumento de fiscalização da remuneração atribuída aos administradores.

Nesse contexto, a versão de 2013 do *Code de Conduite* (Código de Conduta) da AFEP (*Association Française des Entreprises Privées*) – MEDEF (*Mouvement des Entreprises de France*) introduziu, pela primeira vez no país, o *say on pay*. Com isso, a remuneração dos principais administradores das sociedades anônimas francesas passou a poder ser submetida ao voto dos acionistas a partir das assembleias gerais de 2014.

Num primeiro momento, o *say on pay* detinha apenas caráter consultivo e não obrigatório, sendo adotado por algumas sociedades anônimas francesas que optavam por seguir o Código da AFEP-MEDEF.⁵⁶⁻⁵⁷ Na sequência, o Estado francês passou a trabalhar em um projeto de lei para tornar o *say on pay* obrigatório e vinculativo. Paralelamente, buscando evitar que esse mecanismo fosse consolidado por uma disposição legislativa que o tirasse do escopo de *soft law*, a AFEP-MEDEF redigiu um novo *Code de Conduite*, publicado em 2016, dispondo que o voto *say on pay* deixaria de ser facultativo, passando a ser fortemente

réglementé, le conseil d'administration établit une politique de rémunération des mandataires sociaux. Cette politique est conforme à l'intérêt social de la société, contribue à sa pérennité et s'inscrit dans sa stratégie commerciale. Elle décrit toutes les composantes de la rémunération fixe et variable et explique le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre.

⁵⁵ DAIGRE, Jean-Jacques. La financiarisation du droit des sociétés, op. cit., p. 65.

⁵⁶ O Código de Conduta AFEP-MEDEF possui um caráter semi-vinculativo no Direito francês, e constitui parte essencial de sua *soft law*, em particular no que tange às disposições relativas à divulgação das remunerações dos administradores.

⁵⁷ DURAND-BARTHEZ, Pascal. *Guides Dalloz - Le Guide de la Gouvernance des Sociétés*. 3ª ed. Paris: Éditions Dalloz, 2020, p. 500.

recomendado; porém, ainda não obrigatório.⁵⁸

De todo modo, no mesmo ano, o voto da assembleia sobre a remuneração dos administradores tornou-se obrigatório por lei, mediante a Loi SAPIN II de 2016. Essa norma alterou, entre outros dispositivos, o artigo L. 225-37-2 do *Code du Commerce*, estabelecendo que a definição da remuneração total e dos benefícios de qualquer natureza concedidos aos administradores, feita pelo conselho de administração, deveria ser objeto de uma resolução submetida anualmente à aprovação da assembleia geral, bem como quando verificada uma alteração relevante da sua estruturação (art. 161).⁵⁹

Os acionistas passam a ter um poder não negligenciável de opinião, encorajando à moderação na determinação de remunerações⁶⁰ e comprovando que o direito francês adotou o *say on pay*, já consagrado no direito europeu, de forma rigorosa.

Diferentemente da perspectiva europeia, que contempla todos os membros do conselho de administração, a França adota o *say on pay* apenas para certos cargos: presidente, diretores gerais e diretores gerais suplentes, em sociedades do modelo monista de administração;⁶¹ além dos membros da diretoria e do

⁵⁸ Disponível em: <https://www.afep.com/uploads/medias/documents/Code%20de%20gouvernement%20d'entreprise%20des%20soci%C3%A9t%C3%A9s%20cot%C3%A9es%20novembre%202016.pdf>.

⁵⁹ Art. L. 225-37-2.-*Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables aux président, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, en raison de leur mandat, font l'objet d'une résolution soumise au moins chaque année à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions prévues à l'article L. 225-98 et au deuxième à avant-dernier alinéas du présent article.*

⁶⁰ PARLEANI, Gilbert. Multiplication et renouvellement des sources du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris: Éditions Dalloz, 2018. p. 25.

⁶¹ Art. L. 225-37-2.-*Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les principes et les critères de détermination, de répartition et*

conselho fiscal, em sociedades do modelo dualista.⁶²

A norma francesa determina que a política de remuneração seja objeto de manifestação *ex-ante* dos acionistas, em sociedades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado, de modo que os princípios e os critérios de definição, repartição e atribuição dos elementos de remuneração devem ser submetidos à aprovação da assembleia geral.⁶³ Essa submissão deve se dar anualmente, nos exercícios em que houver modificação dos elementos da remuneração, e em cada renovação de mandato dos administradores.⁶⁴ Diferencia-se da Diretiva europeia por afastar a regra da votação a cada quatro anos.

Em adição, a Loi SAPIN II dispõe que o voto dos acionistas sobre a política de remuneração possui natureza vinculativa.⁶⁵ E precisa quais as consequências da rejeição da política pela assembleia: no caso de a assembleia não aprovar a resolução que lhe foi submetida, os princípios e critérios anteriormente aprovados continuam a se aplicar e, na ausência desses, a remuneração será determinada conforme o que estava vigente no

d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables aux président, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, en raison de leur mandat, [...].

⁶² Art. L. 225-82-2.-*Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables aux membres du directoire, ou au directeur général unique, et aux membres du conseil de surveillance à raison de leur mandat [...].*

⁶³ *Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables aux président, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, en raison de leur mandat [...].*

⁶⁴ *L'approbation de l'assemblée générale est requise pour toute modification des éléments mentionnés au premier alinéa du présent article et à chaque renouvellement du mandat exercé par les personnes mentionnées au même premier alinéa.*

⁶⁵ *L'approbation de l'assemblée générale est requise pour toute modification des éléments mentionnés au premier alinéa du présent article et à chaque renouvellement du mandat exercé par les personnes mentionnées au même premier alinéa.*

exercício anterior; faltando, também, esse dado, a remuneração deve seguir as práticas existentes na sociedade.⁶⁶

Ademais, a assembleia deve se manifestar, em caráter *ex post*, sobre o relatório de contas da administração, oportunidade em que decidirá a respeito dos elementos da remuneração pagos ou atribuídos no exercício anterior a cada um dos administradores.⁶⁷ A remuneração de cada administrador deve ser objeto de uma resolução específica, votada anualmente pelos acionistas.⁶⁸

Ainda, diferentemente da Diretiva europeia, que prevê uma manifestação *ex post* consultiva (ou ainda apenas uma discussão, nas pequenas e médias empresas), a Loi SAPIN II dispõe que esse voto sobre os relatórios de contas do exercício social é vinculativo.⁶⁹

⁶⁶ *Si l'assemblée générale n'approuve pas la résolution, les principes et critères précédemment approuvés dans les conditions prévues aux trois premiers alinéas du présent article continuent de s'appliquer. En l'absence de principes et critères approuvés, la rémunération est déterminée conformément à la rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent ou, en l'absence de rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent, conformément aux pratiques existant au sein de la société.*

⁶⁷ *Les éléments de rémunération variables ou exceptionnels dont le versement a été conditionné à l'approbation par une assemblée générale ordinaire, dans les conditions prévues aux mêmes articles L. 225-37-2 ou L. 225-82-2, attribués au titre de l'exercice écoulé au président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, au directeur général, au président du directoire ou directeur général unique, aux directeurs généraux délégués ou aux autres membres du directoire ne peuvent être versés qu'après approbation de la rémunération par une assemblée générale des éléments de rémunération de la personne concernée dans les conditions prévues au dixième alinéa du présent article.*

⁶⁸ *Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, lorsqu'une assemblée générale a statué sur des principes et critères dans les conditions prévues aux articles L. 225-37-2 ou L. 225-82-2, l'assemblée générale statue sur les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature versés ou attribués au titre de l'exercice antérieur par des résolutions distinctes pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, le directeur général, les directeurs généraux délégués, ou pour le président du directoire et les autres membres du directoire ou le directeur général unique.*

⁶⁹ *Les éléments de rémunération variables ou exceptionnels dont le versement a été conditionné à l'approbation par une assemblée générale ordinaire, dans les conditions prévues aux mêmes articles L. 225-37-2 ou L. 225-82-2, attribués au titre de l'exercice écoulé au président du conseil d'administration ou du conseil de*

Se a assembleia votar negativamente à alguma resolução de remuneração do exercício precedente, os elementos variáveis ou excepcionais atribuídos no exercício decorrido não poderão ser pagos enquanto a remuneração global do administrador não for aprovada pelos acionistas, o que não afeta os elementos fixos da remuneração.⁷⁰

É possível afirmar, portanto, que a Lei francesa regula-menta o *say on pay* de modo muito mais rígido do que o previsto pela Diretiva europeia, ao exigir manifestações *ex ante* e *ex post* vinculativas dos acionistas e, via de regra, anuais (embora admi-tidas exceções).⁷¹

Todavia, parte da doutrina entende que a decisão da as-sembleia geral vinculativa sobre a remuneração equivale prati-camente a uma transferência, aos acionistas, do poder de defini-ção da remuneração dos administradores, que, por Lei, é exclu-sivo do conselho de administração.⁷² Nessa linha, destaca-se que o caráter consultivo do *say on pay* teria o condão de reforçar a importância do diálogo entre o conselho de administração e a assembleia geral antes de tomadas as decisões, a fim de alinhar a remuneração dos administradores com os interesses dos acio-nistas.⁷³

Por outro lado, alguns observadores defendem que o ali-nhamento de interesses de administradores e acionistas produz efeitos negativos, por se tratar de medida que privilegia critérios de curto prazo. Afirma-se, também, que as maiorias obtidas em

surveillance, au directeur général, au président du directoire ou directeur général unique, aux directeurs généraux délégués ou aux autres membres du directoire ne peuvent être versés qu'après approbation de la rémunération par une assemblée générale des éléments de rémunération de la personne concernée dans les conditions prévues au dixième alinéa du présent article.

⁷⁰ Idem.

⁷¹ AMF - Autorité des Marchés Financiers. *Les Régimes Européen et Français du « Say on pay »*. 2017. Disponível em: <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/les-regimes-europeen-et-francais-du-say-pay?1606982123>.

⁷² DURAND-BARTHEZ, Pascal. *Guides Dalloz - Le Guide de la Gouvernance des Sociétés*, op. cit., p. 508.

⁷³ Idem.

assembleia podem ser distorcidas, caso exista acionista majoritário ou acionista de referência, detentor de elevada participação social. Desse modo, sugere-se a instauração de maioria qualificada para o *say on pay*,⁷⁴ atualmente sujeito à aprovação por maioria simples (art. L. 225-98 do Code de Commerce).⁷⁵

A Lei SAPIN II de 2016, que introduziu o *say on pay* vinculativo, é reconhecida como um dos textos essenciais do direito francês, com o objetivo de contribuir para a transparência e a segurança dos investidores em matéria de remuneração dos administradores.⁷⁶

2.3. O SAY ON PAY NO DIREITO PORTUGUÊS

No direito português, a definição da competência para a fixação da remuneração dos administradores depende do modelo de governo adotado pelas sociedades anônimas, que pode ser: clássico (simples ou reforçado), dualista (de inspiração germânica) ou anglo-saxônico.⁷⁷

Chama-se de modelo clássico simples aquele em que a administração é confiada ao conselho de administração, enquanto a fiscalização pode ficar a cargo do fiscalizador único (que deve ser revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas) ou de um conselho fiscal (art. 278, (1), “a”;

⁷⁴ *Ibidem*, p. 509.

⁷⁵ *L'assemblée générale ordinaire prend toutes les décisions autres que celles visées aux articles L. 225-96 et L. 225-97. [...] Elle statue à la majorité des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.*

⁷⁶ GODON, Laurent. L'éclatement des formes sociales. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris: Éditions Dalloz, 2018. p. 53.

⁷⁷ RODRIGUES, António Pedro Jorge. *A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anónimas*. 2015. 84 f. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2015, p. 34.

art. 413, (1), “a” ou “b”, do CSC).⁷⁸⁻⁷⁹⁻⁸⁰ É possível também, nesse modelo, que a sociedade anônima possua apenas um administrador (art. 390, (2), do CSC).⁸¹

Denomina-se modelo clássico reforçado ou complexo aquele em que, mantida a mesma estrutura executiva do modelo simples, a fiscalização da sociedade anônima compete ao conselho fiscal e ao revisor oficial de contas ou à sociedade revisora.⁸²⁻⁸³

Nesses dois casos, por ordem do art. 399 do Código das Sociedades Comerciais, a competência para fixar a remuneração do conselho de administração (ou do administrador único) é da assembleia geral de acionistas ou de uma comissão por ela nomeada.⁸⁴

⁷⁸ Idem.

⁷⁹ 1 - *A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: a) Conselho de administração e conselho fiscal; [...]. Algumas especificidades dessa modalidade: 3 - Nas sociedades que se estruturarem segundo a modalidade prevista na alínea a) do n.º 1, é obrigatória, nos casos previstos na lei, a existência de um revisor oficial de contas que não seja membro do conselho fiscal.*

⁸⁰ 1 - *A fiscalização das sociedades que adotem a modalidade prevista na alínea a) do n.º 1 do artigo 278.º compete: a) A um fiscal único, que deve ser revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, ou a um conselho fiscal; ou b) A um conselho fiscal e a um revisor oficial de contas ou uma sociedade de revisores oficiais de contas que não seja membro daquele órgão.*

⁸¹ 2 - *O contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda 200000 euros; aplicam-se ao administrador único as disposições relativas ao conselho de administração que não pressupõem a pluralidade de administradores.*

⁸² RODRIGUES, Antônio Pedro Jorge. *A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anônimas*, op. cit., p. 35.

⁸³ *Nos casos em que as sociedades sejam emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e em que as sociedades, não sendo totalmente dominadas por outra sociedade, adote este modelo, durante dois anos consecutivos, ultrapassando dois dos seguintes limites: i) Total do balanço: (euro) 20 000 000; ii) Volume de negócios líquido: (euro) 40 000 000; iii) Número médio de empregados durante o período: 250 (art. 413, (2), “a”, do CSC). Para as demais sociedades, este modelo é facultativo (art. 143, (2), “b”, do CSC).*

⁸⁴ 1 - *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. 2 - A remuneração*

Para os membros do conselho fiscal, acaso existente, é idêntica a competência de fixação da remuneração, que deve consistir numa quantia fixa (art. 422-A do CSC).⁸⁵ No que tange ao revisor oficial de contas ou à sociedade revisora, a definição da remuneração segue a mesma lógica atinente ao conselho fiscal (art. 413, (6), do CSC).⁸⁶

O modelo dualista possui, como órgãos sociais, o conselho de administração executivo (órgão de administração, com funções de gestão e de representação da sociedade perante terceiros),⁸⁷ o conselho geral e de supervisão (de natureza híbrida, com funções de fiscalização e de administração)⁸⁸ e o revisor oficial de contas (art. 278, (1), “c”, do CSC).⁸⁹⁻⁹⁰

O art. 440, (2), do Código das Sociedades Comerciais prevê que a remuneração dos membros do conselho geral e de supervisão será fixada pela assembleia geral ou por uma

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. 3 - A percentagem referida no número anterior não incide sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos accionistas.

⁸⁵ *1 - A remuneração dos membros do conselho fiscal deve consistir numa quantia fixa. 2 - É aplicável o disposto no n.º 1 do artigo 399.º, com as necessárias adaptações.*

⁸⁶ *6 - O fiscal único rege-se pelas disposições legais respeitantes ao revisor oficial de contas e subsidiariamente, na parte aplicável, pelo disposto quanto ao conselho fiscal e aos seus membros.*

⁸⁷ *Art. 431, CSC : 1 - Compete ao conselho de administração executivo gerir as actividades da sociedade, sem prejuízo do disposto no n.º 1 do artigo 442.º 2 - O conselho de administração executivo tem plenos poderes de representação da sociedade perante terceiros, sem prejuízo do disposto na alínea c) do artigo 441.º 3 - Aos poderes de gestão e de representação dos administradores é aplicável o disposto nos artigos 406.º, 408.º e 409.º, com as modificações determinadas pela competência atribuída na lei ao conselho geral e de supervisão.*

⁸⁸ RODRIGUES, Antônio Pedro Jorge. A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anônimas, op. cit., p. 44.

⁸⁹ *1 - A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: [...] c) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.*

⁹⁰ RODRIGUES, Antônio Pedro Jorge. A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anônimas, op. cit., p. 42.

comissão por ela nomeada.⁹¹

No que tange ao conselho de administração executivo, a definição da sua remuneração compete ao conselho geral e de supervisão (ou a comissão por ele nomeada, no entendimento de Câmara),⁹² devendo preencher os requisitos previstos no art. 399 do Código, ou, havendo previsão estatutária que assim determine, pode competir à assembleia geral ou a uma comissão de remuneração por ela nomeada (art. 429 do CSC).⁹³

Já a remuneração do revisor oficial de contas, por aplicação analógica do art. 422-A do Código das Sociedades Comerciais, fica a cargo da assembleia ou de comissão por ela nomeada.

Por fim, no terceiro modelo, chamado de anglo-saxônico, o conselho de administração compreende uma comissão de auditoria, existindo, além dele, também um revisor oficial de contas (art. 278, (1), “b”).⁹⁴⁻⁹⁵⁻⁹⁶ Aqui, aplicam-se os comentários

⁹¹ 1 - Na falta de estipulação contratual, as funções de membro do conselho geral e de supervisão são remuneradas. 2 - A remuneração é fixada pela assembleia geral ou por uma comissão nomeada por esta, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade. 3 - A remuneração deve consistir numa quantia fixa e a assembleia geral pode, em qualquer tempo, reduzi-la ou aumentá-la, tendo em conta os factores referidos no número anterior.

⁹² CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações. *Revista de Direito das Sociedades III*, nº. 1, p. 9-52, 2011, p. 20.

⁹³ *À remuneração dos administradores aplica-se o disposto no artigo 399.º, competindo a sua fixação 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.*

⁹⁴ 1 - A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: [...] b) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas;

⁹⁵ RODRIGUES, Antônio Pedro Jorge. A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anônimas, op. cit., p. 47.

⁹⁶ Segundo Rodrigues, “A motivação prática presente na mens legis, que presidiu à referida reforma, encontra-se intimamente relacionada com uma dual realidade: por um lado possibilitar às SA portuguesas o preenchimento de regras de compliance e de admissão em mercados de certos países (E.U.A) e, por outro lado, dotar o ordenamento jurídico português de potencialidades para acolher as sociedades estrangeiras com o one-tier board system (sociedades dominadas de sociedades-mãe com aquela configuração)” (Idem).

acima realizados a respeito da remuneração do conselho de administração e do revisor oficial de contas, apenas com o destaque de que, especificamente sobre a remuneração da comissão de auditoria, dispõe o Código que essa deve constituir uma quantia fixa (art. 423-D).⁹⁷

Em síntese, portanto, no âmbito legislativo, aos acionistas é conferido significativo papel na definição da remuneração dos administradores (seja diretamente, seja por meio de comissão por eles nomeados em assembleia), dado que são competentes a fazê-lo em relação ao conselho de administração, ao conselho geral e de supervisão e aos órgãos de fiscalização *strictu sensu* (conselho fiscal, revisor oficial de contas, sociedade revisora de contas, fiscal único e comissão de auditoria) (modelo clássico e anglo-saxônico).⁹⁸⁻⁹⁹ Apenas no que tange ao conselho de administração executivo, existente no modelo dualista, a Lei atribui ao conselho geral e de supervisão o dever de fixar a remuneração, podendo, contudo, o estatuto social transferir à assembleia (ou a sua comissão) essa competência.¹⁰⁰⁻¹⁰¹

Na prática do direito português, a solução geral consiste na designação de comissão de remuneração.¹⁰²⁻¹⁰³ Mediante a atribuição da competência à comissão, busca-se garantir que haja a participação de titulares dos demais órgãos sociais na

⁹⁷ *A remuneração dos membros da comissão de auditoria deve consistir numa quantia fixa.*

⁹⁸ CÂMARA, Paulo. *A comissão de remunerações*, op. cit., p. 23.

⁹⁹ Acerca da amplitude da aplicação do art. 399 do CSC: “*A regra vigente para as remunerações é aplicável, por via de um conjunto de normas remissivas, quanto à remuneração dos restantes membros dos órgãos sociais*” (Ibidem, p. 24).

¹⁰⁰ Idem.

¹⁰¹ Considera-se que as normas referentes à competência para fixação da remuneração são “injuntivas” (cogentes), “isto é: não podem ser afastadas por cláusula estatutária ou deliberação social. Em consequência, a deliberação da assembleia geral ou do órgão de administração que contrarie a distribuição legal de competências em matéria de remuneração resulta, sem margem para dúvidas, viciada de nulidade” (Ibidem, p. 27).

¹⁰² Ibidem, p. 25.

¹⁰³ SIMÃO, Jorge André Carita. *A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*, op. cit., p. 813.

definição da remuneração, sendo possível que essa fixação conte também com a participação de investidores institucionais.¹⁰⁴

Para o Simão, “comissões de remuneração independentes do órgão de administração (em especial, as que não incluem administradores executivos) estão melhor habilitadas a desenhar esquemas de incentivos mais apropriados, não só à adequada compensação dos gestores, mas também a um desempenho sustentável das empresas no longo prazo”.¹⁰⁵

No mesmo sentido, o Código de Governo das Sociedades, produzido pelo Instituto Português de *Corporate Governance*, recomenda a constituição de uma comissão de remuneração, que seja independente da administração da sociedade (V.2.1.).¹⁰⁶ A fixação da remuneração competiria, então, à comissão ou à assembleia, analisando proposta da comissão (V.2.2).¹⁰⁷

Além disso, por meio da Lei nº. 28/2009,¹⁰⁸ nas sociedades emitentes de valores mobiliários (“*sociedades cotadas*”) e nas entidades de interesse público,¹⁰⁹⁻¹¹⁰ os membros dos órgãos de administração e de fiscalização devem submeter à assembleia geral uma declaração sobre a política de remuneração, prática essa denominada de *say on pay*.¹¹¹⁻¹¹² Antes da referida Lei, por

¹⁰⁴ Ibidem, p. 814.

¹⁰⁵ Ibidem, p. 815.

¹⁰⁶ V.2.1.A sociedade deve constituir uma comissão de remunerações, cuja composição assegure a sua independência em face da administração, podendo tratar-se da comissão de remunerações designada nos termos do artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁰⁷ V.2.2. A fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão.

¹⁰⁸ Estabelece o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público e procede à revisão do regime sancionatório para o sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional.

¹⁰⁹ No que interessa ao presente estudo.

¹¹⁰ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., p. 344.

¹¹¹ SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial, op. cit., p. 811.

¹¹² CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações, op. cit., p. 34.

incorporação da Recomendação comunitária nº. 2004/913/CE, os Estados-membros poderiam condicionar a manifestação dos acionistas à solicitação de 25% dos votos presentes ou representados na assembleia, tendo o sistema sido concebido, à semelhança do que se verifica na Alemanha, como uma faculdade.¹¹³

Destaca-se que, no ordenamento jurídico português, o objeto do dever de apresentação é uma declaração sobre a política de remuneração – e não a política em si, de modo que se entende que elementos confidenciais da política podem, por exemplo, ser retirados da declaração.¹¹⁴

Apresentada a declaração pelo órgão de administração ou pela comissão de remuneração,¹¹⁵ a assembleia, então, deve se pronunciar sobre essa declaração, que não se confunde, como visto, com a política de remuneração, mas que também não contempla o quantitativo da remuneração dos órgãos sociais e dos administradores individualmente.¹¹⁶ Tem, na visão da doutrina, natureza de enunciado de intenções e de orientações para aplicação futura,¹¹⁷ caracterizando-se como instrumento de fomento de informações e de discussão entre os acionistas.¹¹⁸⁻¹¹⁹

A declaração, a teor da Lei nº. 28/2009, deve compreender informações relativas (art. 2º, (3)): a mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses da administração e da sociedade (inciso “a”), aos critérios de definição da remuneração variável (inciso “b”), a eventuais mecanismos de limitação dessa remuneração quando da deterioração do desempenho da sociedade (inciso “e”) e à possibilidade da remuneração variável ser paga, pelo menos parcialmente, após a apuração das contas dos exercício (inciso “d”); por fim, também à existência de plano de

¹¹³ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., p. 348.

¹¹⁴ CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações, op. cit., p. 36.

¹¹⁵ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., p. 349.

¹¹⁶ CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações, op. cit., p. 36.

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 37.

¹¹⁸ *Ibidem*, p. 38.

¹¹⁹ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., p. 341.

atribuição de ações ou opções de aquisição de ações aos órgãos de administração e de fiscalização (inciso “c”).^{120_121}

Em razão da obrigatória submissão dessa declaração à assembleia, os acionistas tomam ciência e posição acerca de temas essenciais relativos à remuneração, embora não haja, por parte da assembleia, interferência material no conteúdo da declaração.¹²² Uma vez aprovada a declaração, o órgão com competência decisória na fixação da remuneração deve respeitar as balizas definidas pelos acionistas (o mesmo se, diante do voto negativo, resultar outro sentido unívoco por parte da assembleia).¹²³

Diante da não aprovação da declaração sobre a remuneração, a questão é devolvida ao órgão competente para o tratamento da matéria (assembleia ou comissão por ela nomeada), devendo o órgão em questão deliberar por manter a política anteriormente aprovada ou modificá-la, rerepresentando a declaração para a ciência dos acionistas em assembleia.¹²⁴ Há quem, como Cunha, defenda que a rejeição da declaração atinge a remuneração variável, cujo pagamento ficaria suspenso até

¹²⁰ 3 - *A declaração prevista no n.º 1 contém, designadamente, informação relativa: a) Aos mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade; b) Aos critérios de definição da componente variável da remuneração; c) À existência de planos de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização; d) À 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; e) Aos mecanismos de limitação da remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante do desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando esta seja expectável no exercício em curso.*

¹²¹ Nas palavras de Câmara, “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” (CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações, op. cit., p. 37).

¹²² Idem.

¹²³ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., p. 349.

¹²⁴ CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações, op. cit., p. 40.

manifestação positiva da assembleia a respeito da proposta (à semelhança do que se verifica no direito francês).¹²⁵⁻¹²⁶

A Lei nº. 28/2009, em seu art. 4º, pune a não submissão da declaração à assembleia – e não a sua não aprovação.¹²⁷⁻¹²⁸

O mesmo dispositivo determina, ainda, que todas as entidades de interesse público e emitentes de valores mobiliários devem divulgar, nos documentos anuais de prestação de contas, a política de remuneração aprovada pela assembleia e o montante da remuneração auferida pelos membros do órgão de administração e de fiscalização, de forma agregada e individual (art. 3º).¹²⁹⁻¹³⁰

Portanto, em Portugal, o voto dos acionistas sobre a declaração da política de remuneração, antes da efetiva distribuição dos valores entre os administradores, é vinculativo. Acerca

¹²⁵ CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das sociedades comerciais*. 5ª ed. Coimbra: Almedina, 2012, pp. 744-745.

¹²⁶ SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial, op. cit., p. 818.

¹²⁷ 3 - *Independentemente do disposto nos números anteriores, a violação do disposto nos artigos 2.º e 3.º por sociedade aberta, emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, sociedades de capital de risco, sociedades gestoras de fundos de capital de risco e sociedades de titularização de créditos constitui 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. 4 - A violação do disposto nos artigos anteriores por empresas públicas que revistam a natureza de entidades de interesse público enumeradas no decreto-lei que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria constitui uma violação grave da lei para efeitos do disposto na alínea b) do n.º 1 do artigo 25.º do Estatuto do Gestor Público, aprovado pelo Decreto-Lei 71/2007, de 27 de Março.*

¹²⁸ RODRIGUES, António Pedro Jorge. A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anónimas, op. cit., p. 21.

¹²⁹ CÂMARA, Paulo. *Say on Pay*, op. cit., pp. 353-354.

¹³⁰ *As entidades de interesse público, ou sendo emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado no documento a que se refere o artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro, divulgam nos documentos anuais de prestação de contas a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, aprovada nos termos do artigo anterior, bem como o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual.*

do relatório que contempla a remuneração total e parcial dos administradores, a Lei obriga a sua divulgação nos documentos anuais de prestação de contas, enquanto que, na França, esse relatório também é objeto de voto vinculativo dos acionistas.

A legislação societária portuguesa, contudo, especialmente por determinação do art. 399 do CSC, já confere aos acionistas importante participação na definição da remuneração dos administradores,¹³¹ em comparação com o regime francês (em que a competência, por Lei, é do conselho de administração, composto pelos próprios administradores).

3. A PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NA DEFINIÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NO BRASIL

No Brasil, a Lei das S/A, por meio do seu art. 152, dispõe que incumbe à assembleia geral fixar o montante global ou individual de remuneração dos administradores, incluindo benefícios de qualquer natureza e verbas de representação.¹³² Essa previsão existe na Lei desde a sua entrada em vigor, em 1976.

Normalmente, as companhias optam por deixar a fixação da remuneração global com a assembleia geral, cabendo a individualização ao conselho de administração.¹³³

¹³¹ ROLO, Antônio Garcia. As alterações à diretiva dos direitos dos acionistas das sociedades cotadas: novidades e perspectivas de transposição. *Revista de Direito das Sociedades IX*, nº. 3, p. 557-585, 2017, p. 575.

¹³² Art. 152. *A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.*

¹³³ Inclusive, Carvalhosa entende que a assembleia geral deveria fixar somente o montante global da remuneração dos diretores, pois é o Conselho que elege os diretores, em momento posterior, de forma que os critérios da Lei para a fixação da remuneração impedem que essa seja estabelecida por quem não os elegerá (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, vol. III. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 264).

O referido artigo foi alterado em 1997, para prever a necessidade de que a assembleia geral aprovasse também os benefícios e as verbas de representação concedidos aos administradores.¹³⁴ Antes disso, à assembleia incumbia apenas a definição da remuneração direta.¹³⁵ A mudança legislativa em questão buscou minimizar os abusos que vinham sendo cometidos quando da fixação da remuneração. Percebeu-se um aumento significativo das facilidades concedidas aos administradores, a título de benefícios indiretos, por vezes em valor muito superior ao fixado como montante geral pela assembleia.¹³⁶

Como os administradores teriam interesse direto na definição de sua própria remuneração, poderiam tomar decisões incompatíveis com o interesse da sociedade, de forma que a maior participação dos acionistas em deliberações sobre a matéria contribuiria para evitar esses abusos e para alinhar os interesses dos acionistas e dos administradores.¹³⁷

Observa-se que, no Brasil, a preocupação com o estabelecimento da remuneração pelos próprios administradores não destoa da existente em outros países. Tanto na França quanto em Portugal conferiu-se importância ao envolvimento dos acionistas na definição da remuneração dos administradores. Apesar disso, o Brasil desenvolveu sistemática peculiar, afastando-se da lógica do *say on pay*.

¹³⁴ LUNARDI FILHO, Fernando Cesar. *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*. 2013. 277 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 62. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14102016-133704/publico/Dissertacao_Mestrado_Ferdinando_Lunardi.pdf.

¹³⁵ GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral: análise crítica do art. 152 da Lei nº. 6.404/1976. In: CANTIDIANO, Maria Lúcia. MUNIZ, Igor. CANTIDIANO, Isabel (Coord.). *Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 523.

¹³⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 296.

¹³⁷ GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral, op. cit., p. 520.

No direito brasileiro, a manifestação dos acionistas sobre o montante global da remuneração dos administradores é vinculante, a teor do disposto no art. 152 da Lei das S/A.¹³⁸ Como consequência, o voto dos acionistas, para além de obrigatório (sem o qual a administração não pode individualizar o montante geral da remuneração), vincula a distribuição do montante da remuneração entre os membros da administração, mediante a manifestação *ex ante* dos acionistas.

Nessa sistemática, não é autorizada a modificação, pelo Conselho, do montante geral fixado pelos acionistas para a remuneração dos administradores. Todo o processo de individualização deverá observar as cifras definidas pela assembleia geral ordinária.

As regras comunitárias, bem como a legislação portuguesa e francesa, não obrigam que os acionistas definam o montante geral da remuneração dos administradores. *Ex-ante*, nessas jurisdições, o voto se debruça sobre a política de remuneração; *ex-post*, os acionistas votam o relatório da administração, em que estarão especificadas as quantias concedidas a cada administrador e à administração como um todo.

A particularidade do ordenamento jurídico brasileiro consiste justamente na definição do valor a ser pago aos órgãos da administração, pela assembleia geral, *ex ante* à sua distribuição. Não há previsão de voto obrigatório dos acionistas sobre a política de remuneração da companhia e, como a assembleia fixa o montante a ser pago aos administradores, a forma como será efetuada a individualização (o que recebe cada administrador) foge ao interesse dos acionistas, pois a administração é obrigada, quando da individualização, a respeitar os parâmetros de valor fixados pela assembleia.

A CVM já decidiu que as informações contidas no item 13 do formulário de referência – como a descrição dos elementos

¹³⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 15ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017, p. 404.

que compõem a remuneração dos administradores, a teor do item 13.1, b, do anexo 24 da Instrução CVM n.º 400/09¹³⁹ (atualmente item 8 do anexo C da Instrução CVM n.º 80/2022) – não integram o conteúdo da deliberação a ser aprovada pela assembleia.¹⁴⁰⁻¹⁴¹ Ou seja, à assembleia não incumbe a aprovação dos elementos integrantes da remuneração, apenas o montante global a ser destinado a esse fim remuneratório.

Entretanto, de forma semelhante ao verificado no direito português, a CVM obriga que as companhias abertas divulguem dados relativos à remuneração dos administradores (Instrução

¹³⁹ 13.1. Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos: [...] b. composição da remuneração, indicando: [...]. Atual redação dada pelo item 13.1, b, do Anexo C da Instrução CVM n.º 80/2022.

¹⁴⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM n.º SEI 9957.002325/2016-21, Dir. Relator Pablo Renteria, j. em 11/12/2018. Igualmente: GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral, op. cit., p. 534.

¹⁴¹ Embora, desde a Resolução CVM n.º 59/2021, tenha sido incluído o inciso II no art. 13 na agora Resolução CVM n.º 81/22, prevendo que as informações indicadas no item 8 do formulário de referência, relativas à remuneração dos administradores, devem ser fornecidas à companhia quando da convocação de assembleia geral para fixar a remuneração (Art. 13. Sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo, os seguintes documentos e informações: [...] II – as informações indicadas no item 8 do formulário de referência).

Contudo, pode-se replicar o entendimento exposto no processo administrativo em questão, no sentido de que “40. Nos termos do art. 12 da Instrução CVM n.º 481, de 2009, sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo, (i) a proposta de remuneração dos administradores e (ii) as informações indicadas no item 13 do formulário de referência. 41. O primeiro documento presta-se a indicar o que, segundo a administração, deveria ser aprovado pelos acionistas na assembleia. Conforme faculta o art. 152 da Lei das S.A., a proposta pode conter o montante global de remuneração de todos os administradores ou a discriminação dos valores individuais. Em um caso ou em outro, cabe aos acionistas apreciar a proposta e decidir acerca de sua aprovação. A deliberação tomada é refletida na ata da assembleia. 42. O segundo documento tem finalidade instrumental, servindo de subsídio para os acionistas exercerem de maneira informada e refletida o seu direito de voto. A sua natureza, portanto, é informativa, de modo que o seu conteúdo não é aprovado em assembleia e não integra o conteúdo da deliberação”.

CVM nº. 80/22), incluída a política de remuneração (item 8.1 do formulário de referência)¹⁴² e o valor da remuneração fixa anual e variável do Conselho de Administração, da diretoria estatutária e do Conselho Fiscal, individual, por órgão e total (item 8.2 do formulário de referência).¹⁴³

Os administradores ao final do exercício social, deverão prestar contas aos acionistas, em assembleia geral ordinária. Esse passo, indispensável à distribuição dos resultados do exercício, distingue-se da legislação francesa e da Diretiva UE nº. 2017/828, de aprovação, pelos acionistas, do relatório anual, pelo qual a administração apresenta os valores gastos com a remuneração e justifica de que forma esses gastos correspondem à política anteriormente aprovada. Como, no caso brasileiro, a individualização da remuneração pelos administradores não pode ir além do definido em assembleia geral já quanto ao valor da remuneração global (ao menos não de modo que desvirtue a essência da remuneração aprovada pela assembleia),¹⁴⁴ essa aprovação específica de um relatório justificativo da distribuição da remuneração entre os administradores fica dispensada. Respeitado o montante geral, os administradores podem proceder à individualização conforme lhes aprouver.

Prova disso é que, entre os documentos legalmente previstos que devem compor as contas a serem prestadas pelos

¹⁴² 8.1. *Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos [...];*

¹⁴³ 8.2. *Em relação à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: [...] d. remuneração segregada em: i. remuneração fixa anual, segregada em: salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês, outros [...] e. valor, por órgão, da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal; f. total da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.*

¹⁴⁴ GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral, op. cit., p. 537.

administradores ao final do exercício social (art. 132, I, da Lei das S/A) não se encontra o relatório dos gastos da administração com a sua própria remuneração.¹⁴⁵ O relatório da administração, previsto no art. 133, I, da Lei das S/A, contempla, como se apercebe da redação do referido dispositivo, os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo.¹⁴⁶

Portanto, incumbe à assembleia geral a decisão sobre o montante de todos os componentes da remuneração dos administradores, incluídos os benefícios diretos e indiretos,¹⁴⁷ a ser tomada em reunião ordinária.¹⁴⁸ A definição desse montante vincula a individualização feita pelo conselho de administração, a qual tem como limite os valores fixados pela assembleia.

No âmbito da individualização da remuneração pelo próprio Conselho, a CVM afasta a aplicação do art. 156 da Lei das S/A,¹⁴⁹ permitindo, então, aos conselheiros votarem a remuneração de cada administrador, inclusive a deles próprios, exigindo-se apenas a observação do montante global fixado pela

¹⁴⁵ Art. 133. *Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembléia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; II - a cópia das demonstrações financeiras; III - o parecer dos auditores independentes, se houver. IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.*

¹⁴⁶ Art. 133. *Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembléia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo.*

¹⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, vol. III. 2ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 106.

¹⁴⁸ COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). FRAZÃO, Ana... [et al.]. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro, Forense, 2021, p. 875.

¹⁴⁹ Art. 156. *É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.*

assembleia.¹⁵⁰⁻¹⁵¹ Nesse sentido, “a Lei autoriza o conselheiro a aprovar sua própria remuneração, nada obstante o seu interesse pessoal na matéria”.¹⁵² A justificativa reside no fato de que, para a autarquia, a Lei das S/A teria se valido de outros instrumentos para evitar a atuação abusiva dos administradores na fixação da própria remuneração.

O primeiro consiste na definição, no caput do art. 152, de critérios que devem ser observados no processo decisório de definição das remunerações individuais, objetivando evitar a tomada de decisões arbitrárias; o segundo está previsto no art. 143, §1º, que limita a eleição de conselheiros para diretores a um terço dos membros do Conselho, evitando a criação de uma maioria conselho-diretoria que definiria, sozinha, a remuneração da diretoria;¹⁵³ e, por fim, o art. 152 também prevê a possibilidade de que os próprios acionistas estabeleçam a remuneração individual dos administradores, do que pode se valer a assembleia geral, se entender que o conselho não está desempenhando adequadamente essa função.¹⁵⁴

Contudo, não obstante, em teoria,¹⁵⁵ seja mais eficiente

¹⁵⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº. RJ2011/5211 (caso Altona), Dir. Relator Pablo Renteria, j. em 01/07/2015.

¹⁵¹ Nova definição jurídica dos fatos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº. RJ2013/11703 (caso HRT), Dir. Relator Gustavo Borba, j. 31/01/2017.

¹⁵² Idem.

¹⁵³ *Art. 143. A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá: § 1º Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.*

¹⁵⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº. RJ2011/5211 (caso Altona), Dir. Relator Pablo Renteria, j. em 01/07/2015. Nova definição jurídica dos fatos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº. RJ2013/11703 (caso HRT), Dir. Relator Gustavo Borba, j. 31/01/2017.

¹⁵⁵ Contrariando a conclusão de que o *say on pay* vinculativo seria a opção mais adequada às sociedades, Goex, Imhof e Kunk, em estudo empírico acerca de como o enforcement do *say on pay* afeta os incentivos ao investimento dos CEO's, a estrutura e o nível de remuneração dos investimentos e a performance da sociedade, concluíram que o *say on pay* vinculativo (que leva ao ajuste da remuneração dos administradores de acordo com o voto), apesar de ser um mecanismo eficiente na redução dos níveis de remuneração, também reduz os incentivos ao investimento dos CEO's e diminui o

o controle da remuneração dos administradores por meio da sua vinculação ao montante geral fixado pela assembleia (que impede a destinação de valor superior ao votado e aprovado pelos acionistas), o sistema brasileiro não passa isento de críticas.

A principal delas refere-se à inadequação do conceito de montante, mantido na redação do art. 152 da Lei das S/A, a despeito da alteração sofrida pelo dispositivo em 1997. Esse conceito culmina na unificação de diferentes componentes de remuneração em uma única cifra.¹⁵⁶ Todos os benefícios e verbas integrantes da remuneração – a qual, a partir da Instrução CVM nº. 480/09, passa a ser entendida como o conjunto de benefícios oferecido, direta ou indiretamente, ao administrador –¹⁵⁷ devem ser, obrigatoriamente, reduzidos a essa mesma cifra. No entanto, como destacado por Gonzalez, a mesma quantidade de dinheiro tem valor diferente a depender do componente da remuneração em que é alocada.¹⁵⁸

Além disso, o valor de alguns dos benefícios concedidos aos administradores, como bônus e pactos de indenidade,¹⁵⁹ não podem ser precisamente definidos de antemão, de modo que a administração tenha conhecimento, ao submeter o plano de remuneração à deliberação de assembleia, do montante a ser seguramente gasto com esses componentes.

Como forma de solucionar esse empasse, de *lege ferenda*, pode-se pensar na submissão, *ex ante*, à assembleia, da política de remuneração, em que são definidos os elementos

lucro da companhia (GOEX, Robert F. IMHOF, Frédéric. KUNZ, Alexis H. The Enforcement of *Say on Pay* Votes and CEOs' Investment Incentives, op. cit., p. 02).

¹⁵⁶ GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral, op. cit., p. 535.

¹⁵⁷ Ibidem, p. 526.

¹⁵⁸ Ibidem, p. 535.

¹⁵⁹ Sobre os pactos de indenidade como integrantes da remuneração dos administradores: FUCKNER, Mariana Hofmann. *Os compromissos de indenidade como integrantes da remuneração dos administradores das companhias*. 2022. 92 f. Monografia (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2022.

integrantes do pacote de remuneração (sem referência a valores), ao passo em que os acionistas deveriam votar, *ex post*, a distribuição do montante destinado à remuneração entre os elementos do pacote de remuneração e a cada um dos administradores. Nessa hipótese, a sistemática verificada nos ordenamentos francêss, português e comunitário teria muito a contribuir.

Outra sugestão para a correção desse inconveniente seria a ratificação da remuneração pela assembleia geral,¹⁶⁰ especialmente quanto a esses componentes do pacote de remuneração cujo valor não pode ser precisamente definido antes da ocorrência do fato gerador do pagamento. Contudo, parte da doutrina entende que essa solução daria margem à atuação abusiva dos acionistas, ao conferir-lhes poder de, isoladamente, repactuar o que já fora aprovado, em prejuízo aos administradores e à segurança jurídica que deve permear a relação entre os administradores e a companhia.¹⁶¹

Há, entretanto, outra corrente que defende a possibilidade de que seja convocada nova AGE para alterar a verba destinada à remuneração dos administradores, mesmo que isso implique a redução de valor ou a exclusão de algum dos integrantes do pacote de remuneração.¹⁶² Exige-se, para tanto, que o ajuste a ser realizado esteja pautado num critério isonômico, a fim de não deixar os administradores à mercê da completa arbitrariedade dos acionistas.¹⁶³

Acredita-se que a previsão do voto (vinculativo) da assembleia sobre a política de remuneração, com necessidade de posterior aprovação da distribuição da remuneração feita pelos administradores em prestação de contas anualmente realizada,

¹⁶⁰ GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral, op. cit., p. 543.

¹⁶¹ Ibidem, pp. 544-545.

¹⁶² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. 3ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p. 216.

¹⁶³ Idem.

por sua vez, supriria essa rigidez excessiva conferida à dinâmica de remuneração dos administradores pelo art. 152 da Lei das S/A. Nesse contexto, o envolvimento da assembleia geral ocorreria em duas etapas: primeiro, com a aprovação da política de remuneração, incluídos os diversos componentes do pacote em detalhes; segundo, mediante a aprovação do relatório anual, em que a administração apresenta os valores gastos e justifica de que forma esse dispêndio adequa-se à política anteriormente aprovada.

Apesar disso, o próprio voto vinculante do *say on pay* é objeto de crítica pela doutrina, que concluiu que, a despeito de a vinculação reduzir o nível de remuneração dos administradores, diminui o incentivo ao investimento e influencia negativamente o lucro da companhia.¹⁶⁴¹⁶⁵ O *say on pay* “*condicional enforcement*”, que vincula o voto e repercute na remuneração da administração apenas quando o desempenho da companhia é ruim, por sua vez, teria o condão de melhorar a proporção entre pagamento e performance da companhia sem diminuir os seus lucros.¹⁶⁶¹⁶⁷

Evidentemente que essa alternativa apenas poderia ser sugerida de *lege ferenda*, já que o propósito da legislação brasileira – de evitar ingerência da administração na sua remuneração

¹⁶⁴ GOEX, Robert F. IMHOF, Frédéric. KUNZ, Alexis H. The Enforcement of *Say on Pay* Votes and CEOs’ Investment Incentives, op. cit., p. 02.

¹⁶⁵ Uma das justificativas oferecidas pelos Autores encontra-se no fato de que “*Our key finding is that the unconditional enforcement of SoP votes reduces CEO compensation. However, it does so at the cost of providing inefficient investment incentives for the CEO. Since CEOs anticipate the risk that their bonus may be rejected once investments are made, they prefer to invest in the riskless project instead of selecting the risky albeit more value-adding project. Consequently, any unconditional SoP enforcement reduces both, CEO compensation and firm profit*” (Ibidem, p. 25).

¹⁶⁶ Ibidem, p. 02.

¹⁶⁷ Evidentemente que as conclusões expostas na pesquisa, e replicadas no presente estudo, não tem pretensão de definitividade. Procura-se demonstrar, somente, que a afirmação de premissas meramente teóricas (como a que a vinculação da política de remuneração ao voto dos acionistas ou o montante geral) não tem, necessariamente, sustentação na prática.

– afasta a possibilidade de que os benefícios integrantes da remuneração sejam quantitativamente distribuídos de forma livre entre os administradores.

Feita essa ressalva, evidencia-se que as regras estrangeiras podem funcionar como importante norte para a solução de problemas resultantes da nossa legislação, entre os quais se encontra principalmente a inadequação do conceito de montante como critério de unificação da remuneração sujeita à aprovação da assembleia geral.

4. CONCLUSÃO

Para fins de considerações conclusivas, pretende-se reforçar que segundo a Diretiva UE nº. 2017/828, a manifestação dos acionistas sobre a política de remuneração da administração é obrigatória; recomenda-se que o voto seja vinculativo, embora se autorize a adoção de voto consultivo. O *say on pay*, nela previsto, dirige-se às sociedades emitentes de valores mobiliários. São previstas, na Diretiva, consequências para rejeição da proposta de política de remuneração pelos acionistas. Recomenda-se, também, a apresentação de relatório, posterior ao pagamento dos administradores, contendo o montante concedido globalmente e individualmente, a ser objeto de voto consultivo pela assembleia geral.

No direito francês, a seu turno, a competência legal para votar a remuneração dos administradores pertence ao Conselho de Administração. O *say on pay*, naquele país, dirige-se também às sociedades emitentes de valores mobiliários e é, para elas, obrigatório, exigindo que a política de remuneração seja objeto de voto vinculativo da assembleia geral, tanto quanto o relatório de contas da administração. Essas regras destinam-se a alguns administradores (a depender do modelo de administração escolhido).

No direito português, em síntese, a competência, prevista

em Lei, para decidir a respeito da remuneração da administração é dos acionistas reunidos em assembleia geral ou, indiretamente, mediante a nomeação de uma comissão (com exceção do conselho de administração executivo do modelo dualista, cuja remuneração pode ser decidida pelo conselho geral e de supervisão). No que tange às sociedades emitentes de valores mobiliários e demais entidades de interesse público, há a previsão do *say on pay*, que obriga a manifestação vinculativa da assembleia sobre a declaração acerca da política de remuneração, com posterior divulgação do montante individual e global da remuneração dos administradores.

O Brasil, no entanto, afasta-se da sistemática do *say on pay*, pois não obriga a manifestação dos acionistas sobre a política de remuneração e não inclui os valores fixados a título de remuneração global e individual nos documentos relativos às contas (demonstrações financeiras e relatórios da administração), a serem submetidos aos acionistas ao fim de cada exercício social (embora, quanto às companhias abertas, existam regras relativas à divulgação de aspectos da remuneração dos administradores). Por outro lado, os acionistas definem o montante geral a ser objeto de pagamento entre os administradores a título de remuneração e, dentro dele, os administradores procedem à divisão entre si, prática que não encontra reflexo em nenhum dos demais ordenamentos analisados neste estudo.

Dessa forma, embora nenhum dos sistemas apresentados esteja indene a críticas (seja o brasileiro, com a rigidez da definição do montante global de remuneração; seja o francês e português, que admite o *say on pay*, com manifestação prévia e vinculativa da assembleia sobre a política de remuneração), o voto sobre a política de remuneração, com posterior manifestação acerca da forma de distribuição dos valores entre os acionistas, apresenta-se como importante alternativa à criticável opção brasileira pela concessão, aos acionistas, da prerrogativa de definir, de antemão, o valor total da remuneração dos administradores,

especialmente se considerada a evolução e a diversificação dos componentes da remuneração e a dificuldade de se estabelecer, previamente, a própria exigibilidade de vários deles.



REFERÊNCIAS

- BRANELLEC, Gurvan. LEE, Ji-Yong. Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le *say on pay*. *La revue du Financier*, p. 54-69. Disponível em: <https://la-revuedufinancier.fr/pdf/extrait/198-3.pdf>.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 15ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017.
- CÂMARA, Paulo. A comissão de remunerações. *Revista de Direito das Sociedades III*, nº. 1, p. 9-52, 2011.
- _____. *Say on Pay: O dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral*. *Revista de Concorrência e Regulação*, nº. 2, p. 335-337, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, vol. III. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). FRAZÃO, Ana... [et al.]. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro, Forense, 2021.
- COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.
- CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das sociedades comerciais*. 5ª ed. Coimbra: Almedina, 2012.
- DAIGRE, Jean-Jacques. La financiarisation du droit des sociétés. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris:

- Éditions Dalloz, 2018.
- DEMERGUERIAN, Dominique. DELAPORTE, Camille. Vers un projet de loi d'introduction du *say on pay* en France. *Option Finance*, nº. 1217, p. 38-39, abr. 2013. Disponível em: https://rmt.fr/wp-content/uploads/2016/09/Corporate_D_Dermerguerian_SayOnPay_2013-04-15@OptionFinance.pdf.
- DUQUE, Giovanna Rinnó. Remuneração dos administradores: as práticas de governança corporativa adotadas nos Estados Unidos e sua adequação à realidade brasileira. In: DE CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro. AZEVEDO, Luís André. HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coords.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirki*, vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020.
- DURAND-BARTHEZ, Pascal. *Guides Dalloz - Le Guide de la Gouvernance des Sociétés*. 3ª ed. Paris: Éditions Dalloz, 2020.
- FUCKNER, Mariana Hofmann. *Os compromissos de indenidade como integrantes da remuneração dos administradores das companhias*. 2022. 92 f. Monografia (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2022.
- GODON, Laurent. L'éclatement des formes sociales. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris: Éditions Dalloz, 2018.
- GOEX, Robert F. IMHOF, Frédéric. KUNZ, Alexis H. *The Enforcement of Say on Pay Votes and CEOs' Investment Incentives*. Mai./2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1588682> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1588682>.
- GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das*

- companhias ou sociedades anônimas*. 3ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.
- GONZALEZ, Gustavo Machado. A aprovação da remuneração dos administradores de companhias abertas em assembleia geral: análise crítica do art. 152 da Lei nº. 6.404/1976. In: CANTIDIANO, Maria Lúcia. MUNIZ, Igor. CANTIDIANO, Isabel (Coord.). *Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, vol. II. 2ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- _____, vol. III. 2ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- KAYOUECH, Nadira. *L'introduction du vite de « say on pay » en France à la lumière des réformes britannique et américaine*. 2012/2013. Sous la direction de Monsieur le Professeur Michel Germain. 81. Mémoire d'Admission (Master 2 professionnel juriste d'affaires) – Magistère Juriste d'Affaires, Université Panthéon-Assas Paris 2, Paris, 2012/2013. Disponível em: https://mja-assas.fr/wp-content/uploads/Lintroduction-du-vote-de-Say-on-Pay-en-France_Nadira-KAYOUECH_2013.pdf.
- AMF - Autorité des Marchés Financiers. *Les Régimes Européen et Français du « Say on pay »*. 2017. Disponível em: <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/les-regimes-europeen-et-francais-du-say-pay?1606982123>.
- LUCCA, Newton de. *Da ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- LUNARDI FILHO, Fernando Cesar. *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*. 2013. 277 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo,

2013. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14102016-133704/publico/Dissertacao_Mestrado_Ferdinando_Lunardi.pdf.
- PARLEANI, Gilbert. Multiplication et renouvellement des sources du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966. In: URBAIN-PARLEANI, Isabelle. CONAC, Pierre-Henri (Coords.). *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*. Paris: Éditions Dalloz, 2018.
- RODRIGUES, Antônio Pedro Jorge. *A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anônimas*. 2015. 84 f. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2015.
- ROLO, Antônio Garcia. As alterações à diretiva dos direitos dos acionistas das sociedades cotadas: novidades e perspectivas de transposição. *Revista de Direito das Sociedades IX*, nº. 3, p. 557-585, 2017.
- SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial. *Revista de Direito das Sociedades II*, nº. 3-4, p. 795-820, 2010.