



Conferência 15º aniversário IPCG “Governo Societário e Responsabilidade Social”

1. Os 15 ANOS DO IPCG

I. Celebram-se, neste dia e nesta conferência, os quinze anos do IPCG.

Foram quinze anos em que muito se passou nas nossas empresas, muito mudou no nosso mercado, na sociedade em geral e no contexto político e social que o envolve. Algumas coisas, contudo, mantiveram-se constantes - e entre elas, o papel que o IPCG desempenhou desde o primeiro momento — usando agora as suas palavras — na *«difusão das boas práticas do governo societário como instrumento incontornável para a eficiência económica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira»*.

Celebramos hoje o esforço e a imensa dedicação de um conjunto de pessoas que determinou a afirmação do IPCG como referência no panorama nacional, sob a sábia liderança de sucessivos presidentes, permitindo-me aqui destacar o Pedro Rebelo de Sousa e o António Gomes Mota, pela forma mais próxima como com eles a CMVM trabalhou, mas também pela amizade que a eles me liga.

Fruto desse esforço e dessa dedicação, foi feito um caminho pela e para a autorregulação no que respeita ao governo das sociedades. Nos 10 anos do IPCG, a CMVM comprometeu-se pela primeira vez, de forma expressa, a abrir espaço para a autorregulação, consagrando a liberdade de escolha de códigos diferentes do da CMVM, e aproximando-nos das melhores práticas internacionais. Cinco anos e muitas dificuldades depois, a transição foi concretizada,

e é, para o IPCG e a CMVM, um motivo de orgulho – mas também uma enorme responsabilidade.

As minhas primeiras palavras são, assim, de felicitação ao IPCG pela sua afirmação institucional.

II. Entendi sempre os aniversários como um momento em que se celebra o passado com os olhos postos no futuro. De outro modo, seriam apenas memória, em vez de celebração.

Por essa razão, e porque o passado está feito e não se muda, escolhi hoje, em jeito de celebração, olhar para o futuro, que nos cabe nas mãos, aproveitando o mote do “*crecimento sustentável*” e a missão do IPCG para vos falar sobre o modo como vejo o futuro do *corporate governance* nas suas ligações com o tema da responsabilidade social.

2. GOVERNO SOCIETÁRIO E RESPONSABILIDADE SOCIAL

I. Falar em *governo societário e a responsabilidade social* é, reconheço, algo ambíguo, porque convoca a ideia de *responsabilidade social* num sentido polissémico:

(i) Como responsabilidade societária, ou dos órgãos sociais, para com a sociedade enquanto veículo de concretização de um projeto empresarial,

e

(ii) Como responsabilidade da própria empresa para com os seus *stakeholders* e para com o meio envolvente, enquadrável no contexto de uma orientação para a sua própria sustentabilidade a longo prazo.

Esta polissemia, porém, é ilustrativa da interdependência entre as duas vertentes da responsabilidade aqui mencionadas: a responsabilidade da sociedade para com os seus *stakeholders* e para com o meio envolvente não vive isolada da responsabilidade dos órgãos sociais para com esta. Desde logo porque são estes que, no exercício das suas funções, a projetam como agente na comunidade, ao serviço, é certo, primacial do interesse comum dos

sócios, mas necessariamente «ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores» [art. 64.º Código das Sociedades Comerciais].

E é precisamente nesta interseção que as regras de governo societário adquirem, como veremos, pleno relevo.

II. Falarmos sobre este tema justifica-se essencialmente por três motivos:

- (i) Em primeiro lugar, pela sua importância e centralidade na discussão nacional e internacional, a CMVM não pode ignorá-lo, considerando em especial as responsabilidades que desde o primeiro momento – há quase 20 anos¹ – assumiu quanto à *corporate governance*.
- (ii) Em segundo lugar, pela preocupação da CMVM em subtrair desta relevante discussão os *soundbites* próprios de uma abordagem superficial.
- (iii) Em terceiro lugar, porque a CMVM assume plenamente o seu papel e a sua missão na revitalização do nosso mercado de capitais. Neste contexto, não pode ignorar-se a importância que a responsabilidade social, em sentido amplo, desempenha na sustentabilidade das sociedades cotadas e, reflexamente, na atratividade e vitalidade do próprio mercado de capitais.

3. ATUALIDADE, CENTRALIDADE E FUNDAMENTAÇÕES HISTÓRICA E TÉCNICA

I. É inegável a atualidade e relevância que o tema conhece nos nossos dias, sendo objeto de discussão em diferentes palcos: ao nível político, ao nível da academia, ao nível das organizações internacionais como é o caso da OCDE (aqui tão bem representada na pessoa do Mats Isaksson) e ao nível dos reguladores dos mercados (ESMA, IOSCO, além dos nacionais).

¹ Primeiras recomendações da CMVM sobre CG datam de 1999, data em que foram emitidas as primeiras recomendações sobre CG da OCDE.

Noutros tempos, a centralidade do tema foi determinada por convulsões sociais que impuseram a discussão do papel dos trabalhadores no projeto societário. A projeção do interesse dos trabalhadores mantém a sua relevância, nomeadamente pelos debates em torno das desigualdades de rendimentos nas sociedades desenvolvidas e as suas consequências, mas a centralidade da “responsabilidade social” é hoje forçada – embora a ela não se reduzindo –, pela urgência de medidas destinadas à proteção do meio-ambiente e, em especial, pela preocupação com o impacto nas alterações climáticas.

A par destas, ganha relevo, no domínio financeiro, a necessidade de instrumentos privados ou público/privados de investimento direcionados para o impacto social e o apuramento dos mecanismos de governação das instituições, sobretudo aqueles que servem, no longo prazo, a sustentabilidade da empresa.

II. Crescentemente, as preocupações de sustentabilidade passaram a inscrever-se na discussão sobre os modelos de negócio e a atividade empresarial. Por exemplo:

- A modelação dos produtos e serviços oferecidos — que hoje se pretendem “verdes”, “orgânicos”, “sem emissões de carbono” — para satisfazer clientes e investidores cada vez mais informados e mais exigentes;
- O tratamento dos parceiros e fornecedores, evitando a exploração dos pequenos produtores pelas cadeias de distribuição, em particular os produtores de países em vias de desenvolvimento, com a introdução dos conceitos de *fair trade* e similares;
- A escolha dos métodos de produção mais amigos do ambiente;
- A conjugação de retorno e propósito na configuração e governação de modelos de negócio e de financiamento.

A este propósito, e em confirmação da importância que o tema reveste no contexto do governo das sociedades, não resisto aqui a reproduzir o Princípio nº 1 do Código de Governo das Sociedades do Reino Unido:

Uma empresa bem sucedida é liderada por um conselho empreendedor e eficaz, cujo papel é promover o sucesso sustentável de longo prazo da empresa, gerando valor para os acionistas e contribuindo para a sociedade de forma geral²

III. A preocupação com o impacto ambiental e social é já hoje bem visível na realidade dos nossos emitentes, valendo a pena recordar alguns temas que foram capa dos jornais no último ano, como os projetos de prospeção petrolífera conduzidos por empresas cotadas e o impacto da exploração de recursos naturais nas comunidades locais, ou as alegadas descargas de poluentes no rio Tejo por uma empresa do grupo de uma outra sociedade aberta, e a responsabilidade das empresas na salvaguarda do meio-ambiente.

Mas a estabilidade dos trabalhadores teve também um palco particularmente central nas notícias, alastrando-se ao universo das sociedades anónimas desportivas, designadamente a propósito das rescisões de futebolistas e o impacto que a perda de determinados trabalhadores-chave pode ter na viabilidade e na continuidade da empresa.

Estes impactos ambientais e sociais têm, de resto, um potencial de impacto na cotação das empresas onde os riscos se materializam, como de resto sucedeu em alguns dos casos anteriormente referidos, onde se verificaram quedas bruscas de cotação na sequência da divulgação das notícias, constituindo esta uma questão de *governance*, pelas exigências informativas que envolve, e um motivo adicional de atenção para a regulação e a supervisão do mercado.

IV. A atualidade e centralidade do tema pode iludir-nos sobre a sua complexidade e riqueza, quando a conceção de soluções sólidas nesta matéria pressupõe a identificação prévia e rigorosa das questões que o mesmo coloca e o reconhecimento do problema na sua verdadeira profundidade e densidade.

² “A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society.”

Qualquer discussão sobre este tema, para ser séria e útil, é reconhecidamente difícil e implica não descurar o passado. O tema da inclusão de elementos de sustentabilidade e responsabilidade social teve já muitas colorações em diferentes momentos históricos, desde:

- a instrumentalização das sociedades anónimas à economia de guerra nos anos que antecederam a II Guerra Mundial;
- à representação dos trabalhadores no órgão de fiscalização de sociedades anónimas no contexto político internacional que se seguiu à II Grande Guerra;
- e a concorrência entre sistemas jurídicos, assente num espaço de autonomia privada mais ou menos extenso e, logo, com mais ou menos imposições normativas relativas à consideração de outros interesses que não os dos sócios.

Estamos, porém, hoje confrontados com um risco de superficialidade no tratamento do tema, quando a discussão exige profundidade e fundamentação, se efetivamente se pretende extrair dela contributos relevantes para o urgente processo de revitalização do nosso mercado de capitais. Trata-se este, de resto, de um processo que conta com o contributo de uma importante iniciativa³, promovida em parceria com a OCDE, hoje aqui representada.

E é para o tema da revitalização do mercado que parto, nas suas ligações intrínsecas com a responsabilidade social enquanto elemento subjacente aos princípios de governo das sociedades.

4. A REVITALIZAÇÃO DO NOSSO MERCADO DE CAPITALIS

I. Sem entrar em detalhes, o trabalho de assistência da OCDE, que conta com o apoio financeiro da União Europeia, visará identificar as razões da saída de empresas do mercado,

³ Programa de Apoio às Reformas Estruturais, da União Europeia, cuja candidatura nacional foi apresentada pela CMVM, e aprovada em 2017, resultando num trabalho de análise e identificação de debilidades e oportunidades do mercado de capitais português que será conduzido pela OCDE por um período de 18 meses.

bem como compreender os motivos de grandes empresas não cotadas em relação aos mercados de capitais, procurando ainda identificar oportunidades de dinamização do mercado, em termos individuais e estruturais.

Esta iniciativa assenta no propósito muito firme da CMVM de contribuir, por todas as formas que caibam na sua missão e função e com o contributo das organizações internacionais, para o desenvolvimento do mercado.

É esse mesmo propósito que preside ao cuidado e atenção que estamos a colocar na compreensão das ligações entre o *corporate governance*, a responsabilidade social e o desenvolvimento e sustentabilidade do mercado.

Desde sempre, o sistema financeiro e o fenómeno do investimento funcionaram com um duplo objetivo: a criação de valor para os investidores; e a colocação desse investimento ao serviço do financiamento da economia e da sociedade.

Assim, a inscrição de fatores e elementos de responsabilidade social no figurino do investimento, enquanto fatores de risco, mas também de potenciação do retorno, individual e coletivo, não são novas: é a resposta a um imperativo de sustentabilidade da economia através de instrumentos que simultaneamente remunerem o investidor.

Nessa medida, não deve surpreender a inscrição deste tema na agenda do regulador dos mercados: estamos, como sempre, a procurar situar a nossa compreensão e a nossa ação naquelas que são já as exigências do mercado, antecipando igualmente a sua inevitável transformação e incluindo na nossa política regulatória e nos modelos de risco e de supervisão uma específica atenção aos fatores e elementos que comprometem ou concorrem para a sustentabilidade das entidades supervisionadas e do mercado como um todo, atendendo ainda às diferentes responsabilidades dos diferentes agentes nesta matéria.

5. RESPONSABILIDADES: DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO À CMVM

De facto, falar em responsabilidade social e sustentabilidade no contexto da governação das empresas implica identificar funções e interligações, para alocar as correspondentes responsabilidades.

Assim,

- Ao órgão de administração cabe *definir o plano estratégico da empresa*, em concretização do “interesse da sociedade” que, mesmo construído como o “interesse dos sócios enquanto sócios”, é necessariamente delimitado pelos interesses dos demais sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade (os *stakeholders*);
- O órgão de fiscalização tem um papel fundamental na sindicância desta estratégia, assegurando o constante alinhamento da administração.
- O auditor deve garantir que a abordagem se encontra devidamente espelhada nos documentos de relato financeiro e não financeiro, assegurando a fiabilidade da informação;
- Os sócios têm também um papel essencial no acompanhamento da administração nesta matéria, que, de resto, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas procura potenciar.

Devem assim:

- analisar criticamente o relatório de informação não financeira que é submetido à sua aprovação;
- chamar a si a aprovação da política de responsabilidade social, quando esteja em causa a aptidão lucrativa da sociedade;
- Os investidores institucionais e os gestores de ativos devem divulgar ao público a sua política de investimentos, a qual tende hoje a incluir as suas perspetivas sobre sustentabilidade, de forma a contribuir «*para o desempenho de médio a longo prazo dos seus ativos*». Este é hoje um dos mais fortes e adequados incentivos a que os emitentes incorporem também essas mesmas preocupações na prossecução das suas atividades e do seu objeto social. A relevância destes agentes de mercado pode, por exemplo, ser atestada se atendermos ao aumento do valor de ativos sob gestão dos aderentes aos

Principles for Responsible Investment que já ultrapassou os 80 bilhões de dólares, o que compara com menos de 15 bilhões há uma década.

- Finalmente, a CMVM tem um papel fundamental, em duas frentes:
 - por um lado, assegurando que a discussão sobre este tema e o desenvolvimento da política regulatória associada é historicamente sustentada e tecnicamente fundamentada; e incluindo nos seus modelos e práticas de supervisão elementos e riscos relacionados com fatores de sustentabilidade e responsabilidade social dos supervisionados;
 - por outro lado, garantindo o cumprimento dos deveres de informação integrada ao mercado, designadamente não financeira, assegurando que esta informação cumpre os critérios legais de qualidade e que os investidores têm assim ao seu dispor os dados necessários para avaliar os seus investimentos e responsabilizar quem deva ser responsabilizado.

6. O ENQUADRAMENTO ATUAL (EM MUTAÇÃO) E PERSPETIVAS DE FUTURO

I. Efetivamente, a importância e atualidade deste tema tem, entre nós, um lastro que não é de hoje. Apenas a título de exemplo, é de realçar:

- o destaque que cedo o tema *do Corporate Governance* mereceu, com reflexo na divulgação, em 1999 – e na sequência da divulgação dos princípios da OCDE sobre *corporate governance* (1999) –, das primeiras recomendações nacionais sobre governo das sociedades emitidas pela CMVM;
- o relevo atribuído à transparência e estrutura das remunerações dos órgãos sociais, posta em evidência por Jacques de Larosière como um dos aceleradores da crise financeira e como tal, um fator de risco para a estabilidade financeira;
- mais recentemente, o regime da representação equilibrada entre mulheres e homens nos órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor público empresarial e das empresas cotadas em bolsa (Lei n.º 62/2017);

II. Mas o relevo deste tema adquiriu recentemente uma outra dimensão, com reflexo nas recentes alterações ao quadro normativo, em particular com a transposição, para o direito interno, de uma Diretiva de 2014⁴, que veio impor às grandes entidades de interesse público — as EIPs com mais de 500 trabalhadores —, o dever de apresentar anualmente um relatório de informação não financeira.

Este relatório deve conter as informações adequadas sobre questões *ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, à igualdade entre mulheres e homens, à não discriminação, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno.*

São pontos que o legislador europeu considerou essenciais para avaliação da política definida para enfrentar os riscos de sustentabilidade da empresa a médio/longo prazo.

III. Ainda que a informação não financeira seja, pela sua própria natureza, mais dificilmente sindicável pelos seus destinatários, esta poderá ainda assim ser suficientemente robusta se assentar em pressupostos credíveis e em riscos identificáveis e quantificáveis.

A informação financeira e não financeira constitui, afinal, duas faces da mesma moeda, apenas em conjunto se aferindo o seu real valor: a conjugação destes dois tipos de informação é essencial para obter uma visão alargada do desempenho financeiro da sociedade e das perspetivas quanto à sua sustentabilidade a longo prazo.

É, por isso, da maior importância que se verifique:

- (i) uma ampla e atempada difusão dos relatórios de informação não-financeira;
- (ii) uma discussão alargada e aprofundada dos mesmos nos momentos e nos locais próprios – as assembleias gerais;

⁴ Diretiva 2014/95/EU, transposta pelo Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28-jul.

(iii) e um constante questionamento desafiante dos acionistas face ao órgão de administração, incentivando-o a fazer mais e melhor.

Deve, em suma, procurar identificar-se o modo como o posicionamento da sociedade nestas questões permite a criação de valor para os investidores e a não destruição de valor para a comunidade.

IV. A este propósito, tenha-se presente que, caso uma empresa não aplique políticas em relação às questões identificadas, o relatório de informação não-financeira deve apresentar uma explicação clara e fundamentada para esse facto. É a já clássica lógica do ‘cumprir ou explicar’, ainda que no contexto de regras de *hard law*.

Trata-se de um mecanismo ordenado pelos princípios da *flexibilidade e proporcionalidade*, cuja importância a OCDE tanto tem sublinhado: não se impõe uma conduta específica, antes se deixando espaço para que a sociedade, por um lado, se foque nos indicadores que sejam mais relevantes para o seu *negócio* e, por outro, possa explicar, de forma clara e fundamentada, a não adoção de determinadas políticas que promovam aqueles interesses.

O juízo derradeiro sobre o posicionamento da sociedade quanto a estas matérias, tal como definido pelo seu órgão de administração, há de ser feito pelo mercado, em particular pelos acionistas e demais investidores.

Parece-me, por isso, de desafiar a perspectiva da integração dos referidos elementos como implicando custos inoportáveis para as empresas, sobretudo as de menor dimensão: não só os instrumentos regulatórios são flexíveis e proporcionais, como permitem às sociedades lidar com as dimensões ambiental, social e de governo das sociedades como uma oportunidade de crescimento, designadamente pelo acréscimo de confiança que a incorporação de preocupações de responsabilidade social pode representar, traduzindo-se em captação acrescida de investidores e retornos incrementados.

V. O quadro legal descrito representa uma primeira aproximação ao tema através de regras legais imperativas. A reflexão continua, contudo, tanto ao nível da *hard law*, como ao nível da *soft law* e vários são os desafios.

Podendo parecer alheio a este tema, a reconstrução do princípio *one share one vote*, incluindo a admissibilidade do voto múltiplo nas *loyalty shares*, destinadas a promover a fidelidade dos acionistas a um projeto de longo prazo, socialmente sustentável, pode ser inevitável - e caberá fundamentalmente à autorregulação lançar esta discussão, e à *soft law* promover uma eventual flexibilização do princípio, instrumental do interesse de longo prazo da empresa.

A propósito da *soft law*, deve, de resto, reconhecer-se a importância da autorregulação na densificação dos deveres fiduciários dos administradores na promoção do interesse social a longo prazo, considerando as diferentes variáveis relevantes para o efeito, num quadro de sustentabilidade e responsabilidade social.

Não é demais repetir que a particular maleabilidade das regras de teor recomendatório tornam este um instrumento particularmente apto a “regular” novas realidades e a moldar determinados comportamentos. Para tal é fundamental que cada um dos intervenientes cumpra adequadamente o seu papel e, em particular, que a monitorização da adesão às recomendações existentes (ou que venham a ser emanadas) seja exigente e estruturada, promovendo o necessário acompanhamento do tema, o que é especialmente relevante em momentos disruptivos ou de transição de paradigma como o recente movimento de transição para a autorregulação.

Neste contexto, a CMVM continuará a contribuir com um rigoroso escrutínio do cumprimento dos deveres de prestação de informação de qualidade ao mercado, bem como da adequada aplicação prática das regras que imponham o dever legal de *cumprir ou explicar*, incluindo na

nossa abordagem regulatória e de supervisão todos os elementos relevantes para assegurar, a par com a proteção do investidor e da estabilidade financeira, o desenvolvimento do mercado, e considerando nessa abordagem os elementos de sustentabilidade e responsabilidade social como fatores de risco e de crescimento das empresas supervisionadas.

Muito obrigada.

25 de outubro de 2018